

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE NICARAGUA, MANAGUA**

**UNAN-MANAGUA**

**RECINTO UNIVERSITARIO “CARLOS FONSECA AMADOR”**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**

**DEPARTAMENTO DE CONTADURIA PÚBLICA Y FINANZAS**



**MONOGRAFIA PARA OPTAR AL TITULO DE LICENCIADAS EN BANCA Y FINANZAS**

**TEMA:**

**Valoración Financiera de Empresas**

**SUBTEMA:**

**Aplicación de un método financiero para valorar la empresa CrediFactor, S.A con la información disponible para el período terminado al 31 de diciembre del 2012; y proyecciones financieras para los próximos cuatro años (2013-2016)**

**AUTORAS:**

**Bra. Arlen Josephany Arriaza Herrera**

**Bra. Eveling José Chavarría Espino**

**Bra. Estela Izael Salazar Miranda**

**Tutor:**

**Lic. Alfredo Andrés Bermudez Alaniz**

**Managua, Nicaragua 2015.**

## **i. DEDICATORIA**

Dedico mi trabajo monográfico a mi principal apoyo y fortaleza Dios nuestro Señor y Creador quien me ha guiado e iluminado en todo el transcurso de mi vida para poder lograr todas mis metas.

Con mucho amor y cariño a mis padres: Patricio José Chavarría Espino y Martha del Socorro Espino Conde, quienes con su entrega me inculcaron los mejores valores y principios siendo un ejemplo de superación y motivación, por su comprensión y apoyo en cada paso de mi vida y de mi carrera universitaria, por haberme brindado la oportunidad de prepararme profesionalmente.

A mis familiares, amigos y Maestros por sus consejos y motivación para seguir esforzándome cada día, a las personas que hoy no están conmigo, pero desde su morada fortalecieron mi esfuerzo y recibí su apoyo.

**"Encomienda a Jehová tus obras, Y tus pensamientos serán afirmados."**

**Proverbios 16:3**

**Bra. Eveling José Chavarría Espino**

## **i. DEDICATORIA**

Dedico mi trabajo monográfico a mi principal apoyo y fortaleza Dios nuestro Señor y Creador quien me ha guiado e iluminado en todo el transcurso de mi vida para poder lograr todas mis metas.

Con mucho amor y cariño a mis padres: Andrés Rodolfo Arriaza y Ana Patricia Herrera, que con su entrega me han inculcado los mejores valores y principios siendo un ejemplo de superación y motivación, por su comprensión y apoyo en cada paso de mi vida, por haberme brindado la oportunidad de prepararme profesionalmente.

A mis familiares y amigos por sus consejos y motivación para seguir esforzándome cada día, asimismo dedico este trabajo a una persona muy especial que desde su morada fortaleció mi esfuerzo pues parte de este triunfo se lo debo a ella ya que de alguna u otra manera recibí su apoyo en vida: Milexa Carolina Arriaza Ortiz (q.e.p.d), asimismo a mi primo querido: Oscar Danilo Arriaza Martínez (q.e.p.d).

**“De la paciencia sale la fe firme y de la fe firme brota la esperanza. Y la esperanza no quedará defraudada, porque el amor de Dios ha sido derramado en nuestro corazón por el don del Espíritu Santo.”**

**Romanos 5:4**

**Bra. Arlen Josephany Arriaza Herrera**

## **i. DEDICATORIA**

Dedico mi trabajo monográfico a Dios nuestro Señor y Creador quien me guío e iluminó en todo momento. Gracias al Señor, porque nunca me abandona.

Con mucho amor y cariño a mis padres: Gustavo Salazar Suarez y Estela Miranda Miranda, quienes con su entrega y dedicación me inculcaron los mejores valores y principios siendo un ejemplo de superación y motivación, por su comprensión, apoyo y sacrificio a lo largo de mi carrera universitaria, así mismo por haberme brindado la oportunidad de prepararme profesionalmente y nunca abandonarme en la lucha.

A mis familiares que hoy no están conmigo, pero desde su morada fortalecieron mi esfuerzo y que de alguna u otra manera recibí su apoyo.

**“Mira que te mando que te esfuerces y seas valiente; no temas ni desmayes, porque Jehová tu Dios estará contigo en dondequiera que vayas”**

**Josué 1:9**

**Bra. Estela Izael Salazar Miranda**

## ii. AGRADECIMIENTO

En primer lugar agradezco a Jehová Dios nuestro Creador que me ha dado la vida, salud, fortaleza, sabiduría y la paciencia necesaria para culminar mi carrera universitaria.

A mis padres y familiares por su apoyo incondicional tanto moral como económico, por ser la fuente de mi inspiración y motivación para superar todos los obstáculos que se me presentaron en todo este trayecto para obtener mi licenciatura.

A mis amigas y compañeras de monografía, por haber tenido la paciencia necesaria y haber luchado constantemente para lograr culminar nuestro trabajo con éxito.

A los profesores que me formaron profesionalmente y quienes me brindaron sus conocimientos y apoyo continuo, en especial a mi tutor Lic. Alfredo Andrés Bermúdez Alaniz por su disposición, paciencia e insistencia para elaborar un trabajo de calidad. Al maestro y Director del Departamento de Contabilidad Álvaro José Guido Quiroz por su disposición y ayuda incondicional para culminar este proceso.

A las personas especiales que siempre están y estuvieron apoyándome con sus consejos, sus conocimientos e impulso emocional para que luchara por coronar la carrera que comencé hace cinco años y que hoy culminó.

**Bra. Arlen Josephany Arriaza Herrera**

## **ii. AGRADECIMIENTO**

En primer lugar agradezco a Jehová Dios nuestro Creador que siempre ha estado conmigo y me ha dado la vida, salud, fortaleza, sabiduría y la paciencia necesaria para culminar mi carrera universitaria.

A mis padres y familiares por su apoyo incondicional tanto moral como económico, por ser la fuente de mi inspiración y motivación para superar todos los obstáculos que se me presentaron en todo este trayecto para obtener mi licenciatura.

A mis amigas y compañeras de monografía, por haber luchado constantemente para lograr culminar nuestro trabajo con éxito.

A los profesores que me formaron profesionalmente y quienes me brindaron sus conocimientos y apoyo continuo, en especial a mi tutor Lic. Alfredo Andrés Bermúdez Alaniz por su disposición, paciencia e insistencia para elaborar un trabajo de calidad. Al maestro y Director del Departamento de Contabilidad Álvaro José Guido Quiroz por su disposición y ayuda incondicional para culminar este proceso.

A las personas especiales que siempre están y estuvieron apoyándome con sus consejos, sus conocimientos para culminar esta etapa importante de mi vida.

**Bra. Eveling José Chavarría Espino**

## **ii. AGRADECIMIENTO**

En primer lugar agradezco a Jehová Dios que me ha dado la vida, la salud, la fortaleza, la sabiduría y la paciencia necesaria para culminar mi carrera universitaria, y que siempre ha estado a mi lado.

A mis padres y hermanos por su apoyo incondicional tanto moral como económico, por ser mi fuente de motivación para superar todos los obstáculos que se nos presentaron en todo este trayecto, pues su deseo más grande era que coronara mi carrera.

A mis compañeras de monografía, con las cuales superamos todos los obstáculos presentados y nos armamos de paciencia para poder culminar nuestro trabajo.

A mi novio, por su apoyo y disposición para que pudiera elaborar un buen trabajo, y quien me instruye a que estudie y aprenda.

A los profesores que me formaron profesionalmente y quienes me brindaron sus conocimientos y apoyo continuo, en especial a nuestro tutor Lic. Alfredo Andrés Bermúdez Alaniz, por su disposición, paciencia e insistencia para elaborar un trabajo de calidad, además al profesor Msc. Álvaro Guido por su disposición y apoyo en el transcurso de esta Tesis Monográfica.

Al Departamento de Becas de la UNAN-Managua, quien me otorgo el beneficio de la beca interna, con la cual pude lograr la meta de culminar mi carrera.

A las demás personas que de una u otra forma nos han ayudado en este camino que comenzamos hace cinco años y que hoy culminamos.

**Bra. Estela Izael Salazar Miranda**

### iii. RESUMEN EJECUTIVO

La presente tesis monográfica tiene como finalidad profundizar sobre el tema de valoración financiera de empresas y demostrar información en todo lo que se refiere a la misma. Para alcanzar este objetivo se determinará a través de la aplicación de un método financiero el valor de la empresa CrediFactor, S.A. para el período 2012, la cual es de origen nicaragüense y cuyo giro principal es el mercado del Factoraje.

En esta investigación se empleó un estudio de tipo cualitativo y un método investigativo de tipo inductivo-deductivo ya que a partir de toda la teoría existente sobre valoración de empresas se efectúa un análisis ordenado de la situación financiera de la empresa; con la finalidad de que las conclusiones estén en relación con la preguntas directrices del problema de la investigación, todo esto a través del uso de fuentes investigativas tanto primarias como secundarias. El documento se estructuró en VII acápites, donde el marco de referencia contiene toda la teoría relacionada al tema y los principales conceptos que son necesarios para la comprensión del mismo.

El análisis de resultados muestra una descripción completa del negocio, siendo la información más relevante sus estados financieros tanto reales como proyectados, el cálculo y análisis de sus principales indicadores financieros, las características de la emisión de bonos y papeles comerciales, finalmente la valoración de la empresa con su análisis e interpretación de resultados. Asimismo en las principales conclusiones se determina por medio de la aplicación del método financiero seleccionado el valor financiero de CrediFactor, S.A y como se encuentra su situación financiera en el período 2012. De igual manera se determina los beneficios que le ha traído consigo el financiamiento en la Bolsa de Valores.



#### iv. VALORACION DEL DOCENTE

Managua, Nicaragua 05 de Octubre del 2015.

Msc. Álvaro Guido Quiroz  
Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua  
Facultad de Ciencias Económicas  
Director del Departamento de Contaduría Pública y Finanzas  
Su Oficina

Estimado Maestro Guido:

Remito a usted los ejemplares del Informe Final de Tesis Monográfica, titulada con el tema: **“Valoración Financiera de Empresas”** y el Subtema: **“Aplicación de un método financiero para valorar la empresa CrediFactor, S.A con la información disponible para el período terminado al 31 de diciembre del 2012; y proyecciones financieras para los próximos cuatro años (2013-2016)”** presentado por las Bachilleres: Arlen Josephany Arriaza Herrera, Carnet N°: 10-20027-7, Eveling José Chavarría Espino, Carnet N°: 10-20024-4, Estela Izael Salazar Miranda, Carnet N°: 10-08060-8, para optar al título de Licenciadas en Banca y Finanzas.

Este informe final reúne todos los requisitos metodológicos para el informe de tesis monográfica que especifica la normativa para las modalidades de graduación como formas de culminación de Estudios-Plan 1999, de la UNAN-Managua.

Solicito a usted fijar fecha de defensa según lo establecido para tales efectos.

Sin más que agregar al respecto, deseándoles éxito en sus labores, le saludo cordialmente.

---

Lic. Alfredo Andrés Bermúdez Alaniz

## INDICE

<b>DEDICATORIA .....</b>	<b>i</b>
<b>AGRADECIMIENTO .....</b>	<b>ii</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>iii</b>
<b>VALORACION DEL DOCENTE .....</b>	<b>vi</b>
<b>I. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
1.1 ANTECEDENTES .....	3
1.2 JUSTIFICACIÓN .....	6
1.3 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	7
<b>II. OBJETIVOS .....</b>	<b>9</b>
2.1 Objetivo General.....	9
2.2 Objetivos Específicos .....	9
<b>III. MARCO TEORICO.....</b>	<b>10</b>
3.1 INFORMACION REFERENTE A LA EMPRESA CREDIFACTOR, S.A.....	10
3.1.1 Información General .....	10
3.1.2 Antecedentes Generales de la Empresa .....	12
3.1.3 Objeto .....	12
3.1.4 Actividades Principales .....	13
3.1.5 Análisis de la Oferta.....	17
3.1.6 Análisis de la Demanda.....	17
3.1.7 Sistema de Precios y Tarifas .....	18
3.1.8 Información Legal.....	19
3.2 VISION GENERAL DE LA EMPRESA.....	22
3.2.1 Misión .....	22
3.2.2 Visión .....	22
3.2.3 Valores .....	22
3.2.4 Organigrama al 31 de Diciembre de 2012 .....	23

3.2.5 Gobierno Corporativo.....	23
3.2.6 Análisis Del Entorno Del Negocio.....	24
3.2.7 Directores, personal general y empleado.....	28
<b>3.3 ESTADOS FINANCIEROS BÁSICOS .....</b>	<b>33</b>
3.3.1 Balance de Situación Financiera.....	34
3.3.2 Estado de Resultados.....	37
3.3.3 Estado de Cambio en el Patrimonio Neto.....	40
3.3.4 Estado de Flujo de Efectivo .....	42
<b>3.4 ANÁLISIS FINANCIERO .....</b>	<b>45</b>
3.4.1 Métodos de Análisis Financiero .....	45
3.4.1.1 Análisis Vertical .....	45
3.4.1.2 Análisis Horizontal.....	46
3.4.1.3 Razones Financieras .....	46
3.4.1.4 Método DUPONT .....	56
3.4.1.5 Método de Tendencias.....	58
<b>3.5 BOLSA DE VALORES DE NICARAGUA.....</b>	<b>61</b>
3.5.1 ¿Que es la BVDN? .....	61
3.5.2 Principales características del mercado de valores en Nicaragua.....	61
3.5.3 Mercados de la Bolsa de Valores de Nicaragua .....	62
3.5.4 Ventajas de financiarse en la bolsa de valores de Nicaragua.....	62
3.5.5 Alternativas de Financiamiento en la Bolsa de Valores de Nicaragua.....	64
3.5.6 Los principales problemas que afronta la BDVN .....	65
<b>3.6 FACTORAJE .....</b>	<b>66</b>
3.6.1 Conceptos Básicos del Factoraje.....	66
3.6.2 Generalidades del Factoraje .....	67
3.6.3 Costo Financiero del Factoraje.....	68
3.6.4 Tipos de Factoraje y sus Modalidades.....	68
3.6.5 Sociedades de Factoraje.....	71
3.6.6 Obligaciones del Factorado y del Factor.....	71

3.6.7 Ventajas e Inconvenientes Del Factoraje.....	73
<b>3.7 PROYECCIONES FINANCIERAS .....</b>	<b>75</b>
3.7.1 Concepto .....	75
3.7.2 Funciones y Usos de las Proyecciones Financieras.....	75
3.7.3 Análisis de Sensibilidad.....	76
<b>3.8 RIESGO EMPRESARIAL.....</b>	<b>77</b>
3.8.1 Factores de Riesgo en la Emisión y en la Industria.....	77
3.8.2 Concepto.....	77
3.8.3 Riesgo del emisor.....	77
3.8.4 Riesgo de la Industria .....	79
3.8.5 Riesgo Macroeconómico o Sistémico .....	79
3.8.6 Administración de Riesgos de CrediFactor, S.A.....	80
<b>3.9 VALORACION DE EMPRESAS .....</b>	<b>87</b>
3.9.1 Concepto de Valoración.....	87
3.9.2 Características de la Valoración.....	88
3.9.3 ¿Por qué valorar una empresa?.....	89
3.9.4 Factores Externos que afectan la Valoración.....	90
3.9.5 Factores Internos que afectan la Valoración .....	92
3.9.6 La Empresa desde el punto de vista del Valuador .....	95
3.9.7 Elementos del Proceso de Valoración .....	98
3.9.8 El Proceso de Valoración de una Empresa.....	99
3.9.9 Métodos de Valoración de Empresas .....	100
3.9.9.1 Métodos basados en el balance (valor patrimonial) .....	101
3.9.9.2 Métodos Basados en la Cuenta de Resultados.....	106
3.9.9.3 Métodos Mixtos, Basados en el Fondo de Comercio o Goodwill.....	110
3.9.9.4 Métodos Basados en el Descuento de Flujos de Fondos .....	110
<b>IV. PREGUNTAS DIRECTRICES.....</b>	<b>123</b>
<b>V. OPERACIONALIZACION DE VARIABLES.....</b>	<b>124</b>
<b>VI. DISEÑO METODOLOGICO .....</b>	<b>125</b>

6.1 Tipo de estudio .....	125
6.2 Método de investigación .....	125
6.3 Técnicas para la recolección de información .....	125
6.4 Tratamiento de la información .....	126
<b>VII. ANALISIS Y DISCUSION DE LOS RESULTADOS.....</b>	<b>127</b>
7.1 Información sobre la Emisión de Instrumentos .....	127
7.1.1 Características del programa de Emisión .....	127
7.1.2 Forma de Colocación de los Valores .....	128
7.1.3 Compromiso de CrediFactor .....	131
7.1.4 Calificación de Riesgo .....	131
7.1.5 Forma de Representación .....	132
7.1.6 Uso de los Fondos .....	132
7.1.7 Puesto de Bolsa Representante, Colocador y Agente de Pago .....	133
7.1.8 Identificación de los Directores, Gerentes y Asesores involucrados en el proceso de Oferta Pública .....	133
7.2 Situación Financiera Consolidada Histórica y Proyectada .....	134
7.2.1 Situación Financiera Histórica .....	134
7.2.2 Supuestos de las Proyecciones .....	139
7.3 Análisis Financiero de CrediFactor, S.A .....	145
7.3.1 Razones Financieras de Estados Financieros Históricos (2010-2012) .....	145
7.3.1.1 Índices Financieros de Liquidez .....	146
7.3.1.2 Índices Financieros de Rentabilidad .....	147
7.3.1.3 Índices Financieros de Actividad .....	149
7.3.1.4 Índices Financieros de Endeudamiento .....	150
7.3.2 Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados (a Diciembre 2013-2016) .....	152
7.3.3 Análisis de Tendencia Sobre las Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados (a diciembre 2013-2016) .....	153
7.3.3.1 Interpretación Análisis de Tendencia Sobre las Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados (a diciembre 2013-2016) .....	154

• Índices Financieros de Liquidez .....	154
• Índices Financieros de Rentabilidad.....	155
• Índices Financieros de Actividad.....	157
• Índices Financieros de Endeudamiento.....	158
7.4 Capital .....	159
7.5 Reparto de Utilidades .....	160
7.6 Flujo de Efectivo Proyectado (A Diciembre 2013-2016) .....	160
7.7 Calculo del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) y Valor Financiero de la Empresa (Ver anexos 10-14) .....	161
7.8 Interpretación de los Resultados.....	162
VIII.CONCLUSION .....	164
IX. RECOMENDACIONES .....	167
X. BIBLIOGRAFIA.....	168
ANEXOS.....	170

## I. INTRODUCCIÓN

Conocer cuánto vale una empresa es cuestión que en algún momento se plantea un empresario, ya sea porque alguien quiere comprar su empresa o porque necesita conocer el valor de otra compañía que le gustaría comprar o con la que se querría fusionar.

El valor de una empresa es relativo, ya que éste depende principalmente de las expectativas que el que la valora tenga de los beneficios futuros que va a obtener de dicha empresa.

Las principales preguntas que se debe realizar antes de llevar a cabo una valoración son: ¿Qué se está haciendo? ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? ¿Para qué y para quién se está haciendo la valoración?

Se puede definir la valoración de empresas como un proceso a través del cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada.

Uno de los métodos conceptualmente considerado como "correcto" para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos, ya que consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros.

A continuación en el presente trabajo monográfico se realiza a través de un caso práctico la valoración financiera de la empresa CrediFactor, S.A con el objetivo de determinar el valor económico de dicha empresa al 31 de diciembre del año 2012. Asimismo se pretende demostrar las ventajas que ha tenido esta empresa al financiarse a través de la emisión de instrumentos financieros en la Bolsa de Valores de Nicaragua.

Para ello se procede a realizar una investigación de tipo inductiva-deductiva, donde la información proviene de fuentes primarias y secundarias, con la finalidad de

evaluar la situación financiera actual de la empresa y determinar que el método de valoración se ha aplicado correctamente permitiendo así obtener un resultado cercano a la realidad económica de la empresa.

Para una mayor comprensión del tema se ha dividido el estudio en VII Acápites principales, donde se muestra toda la información necesaria para el desarrollo de la investigación. Dichos acápites se dividen de la siguiente manera:

Inicialmente se encuentra la Introducción donde se plantean los antecedentes relacionados con el tema, justificación, planteamiento del problema y formulación del problema a estudiar. Como segundo acápite se encuentran los objetivos de la investigación tanto generales como específicos, seguidamente se encuentra el marco teórico, donde se define toda la información específica referente a la empresa, su entorno general y situación financiera. Posteriormente se definen las preguntas directrices, las cuales son las que dirigen la finalidad de la investigación ya que en el desarrollo de la misma se pretende dar respuesta a dichas preguntas con el fin de cumplir el objetivo principal. La operacionalización de Variables compone el quinto acápite, en ésta se plantean de manera resumida los objetivos de la investigación, las variables y sub-variables a desarrollarse así como los medios para demostrar lo planteado. En el sexto acápite se encuentra el diseño metodológico de la investigación donde se define el tipo de investigación y las fuentes de información y el último acápite y más importante es el Análisis y Discusión de los Resultados ya que se encuentra toda la información donde se refleja los resultados de la investigación y el procedimiento para dar respuestas a las preguntas directrices principalmente al tema nuclear en que se enfoca la misma.



## 1.1 ANTECEDENTES

Desde el punto de vista teórico existen textos y documentos que sirven de guía para la valoración de empresas, pueden encontrarse en forma de monografías, resúmenes, presentaciones, investigaciones y libros. Todos muestran propuestas de modelos matemáticos, sin embargo también podemos considerar estudios sobre empresas dedicadas al factoraje que coticen en la bolsa de valores.

Resumen de trabajos más relevantes encontrados a nivel nacional como antecedentes de estudios relacionados con el tema "Valoración de Empresas".

### **DELIPOLLOS, S.A**

De acuerdo a Hernández & Baltodano (2012):

El trabajo se refiere a la evaluación financiera de una empresa. Se muestra la historia y perfil de la empresa para saber a qué se dedica y cómo se encuentra en el mercado, haciendo énfasis en sus fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

**Objetivo:** Efectuar el estudio de los principales métodos de evaluación financiera y su aplicación en la empresa DELIPOLLOS, S.A; demostrando el alcance de la interpretación financiera con la aplicación de dichos métodos y analizando sus resultados.

**Metodología:** En esta empresa se realizó la aplicación de los diferentes métodos de análisis financieros, como son:

- Método de Evaluación Vertical
- Método de Evaluación Horizontal
- Método de Tendencias
- Método de Razones financieras
- Método Dupont

**Principales resultados:** En la aplicación de los métodos de evaluación financiera en la empresa DELIPOLLOS, S.A se observó los siguientes resultados:

- Aumento del pasivo laboral
- Adquisición y modernización de tecnología
- Aumento de la planta y equipos
- Aumento de los márgenes de venta
- Maximización de los activos circulantes para solventar a los pasivos
- Aumento de las inversiones en valores.

La principal debilidad de este estudio es que no refleja un valor monetario dado que es una evaluación no una valoración, así mismo no es una empresa de la misma industria que CrediFactor, S.A

### **CORPORACION AGRICOLA (AGRICORP, S.A)**

De acuerdo a Oporta J. (2013):

Se describe a profundidad toda la información referente a la empresa, su historia de constitución y crecimiento para saber a qué se dedica, qué productos ofrece y a qué mercado se encuentra dirigido; así mismo se lleva a cabo una valoración financiera de la misma determinando el valor monetario de la empresa para el período 2012 de acuerdo al método desarrollado.

**Objetivo:** Determinar a través de la aplicación de un modelo financiero el valor de la empresa comercializadora AGRICORP, S.A y subsidiarias con la información disponible para los períodos terminados al 31 de diciembre de 2009, 2010, 2011 y 2012; y proyecciones financieras para los próximos cinco años (2013-2017).

Asimismo evaluar el impacto de emisión de instrumentos financieros sobre el valor de la misma.

**Metodología:** Aplicación del método de valoración de flujos descontados; ya que es el que más se adecua a las características de la empresa. El enfoque consiste

en la regla del valor presente, donde el valor de un activo es aquel que descuenta los flujos de caja futuros que la empresa genera. Se selecciona la tasa de descuento apropiada para traer a valor presente los flujos, determinando así el valor real de la empresa.

### **Principales resultados**

El proceso de valoración permite determinar el valor económico y financiero de AGRICORP, S.A en el caso que la empresa quiera ser vendida o fusionada su valor económico-financiero sería de U\$152,751.00 dólares. Además posee un apalancamiento equivalente al 184% y un valor de activos totales de 1.15 veces.

En los Estados Financieros proyectados, se observa que AGRICORP, S.A al 2013 prevé un crecimiento del 14% en sus ventas y un crecimiento significativo de sus utilidades (2012; U\$224 mil; 2013; U\$3,834 mil) con una tasa de crecimiento promedio del 11% de 2014 al 2017. Sin embargo, de acuerdo a la información histórica AGRICORP, en los últimos tres años muestra un crecimiento promedio en las ventas del 1.1%; y las utilidades tan solo en el 2012 se contrajeron en 88% con respecto a 2011.

Otra observación efectuada a las proyecciones de AGRICORP, S.A es que consideran que colocarán el total de las acciones preferentes en 2013; de esta manera pretenden cambiar su estructura de financiamiento, fortalecer el patrimonio, reducir la deuda de corto plazo, sobre todo las cuentas por pagar relacionadas. No obstante a octubre 2013 AGRICORP, tiene un total de U\$ 356,000.00 dólares en acciones preferentes colocadas a través de la Bolsa de Valores, esto representa apenas 4% del monto total de las emisiones, lo que indica que no han alcanzado su objetivo.

## 1.2 JUSTIFICACIÓN

El estudio propuesto busca determinar a través de un método financiero el valor real de la empresa CrediFactor, S.A; a fin de aprovechar la ventaja que ésta compañía nos ofrece como es el acceso a su información financiera y del entorno, encontrándose disponible en la Bolsa de Valores de Nicaragua, que es una de las pocas empresas de la economía local que emite papeles comerciales y bonos en el mercado primario y secundario.

CrediFactor, S.A es un buen modelo para analizar ya que pueden aplicarse teorías propuestas acerca de la estructura de capital y la incidencia en los resultados netos y el valor real de la empresa, de acuerdo con la estrategia financiera que utiliza.

Para CrediFactor, S.A ésta investigación es un punto de referencia que le permitirá conocer su valor real en cualquier circunstancia; ya sea que los accionistas deseen conocerlo, planeen vender su participación, si están considerando fusionarse o adquirir otra empresa. Inclusive sirve como referencia para otras empresas del sector que estén interesadas en participar en la Bolsa de Valores de Nicaragua y precisa evaluar qué tan ventajoso puede ser esa decisión desde el punto de vista financiero.

Este estudio es una herramienta para las áreas de análisis financiero de Compañías, es de fácil aplicación y accesibilidad, dado que es una metodología donde los instrumentos necesarios son: el conocimiento de la compañía y los conceptos técnicos de valoración financiera aplicable a cada caso.

Asimismo, el presente trabajo monográfico servirá de apoyo a la comunidad educativa como fuente de consulta para conocer los principales métodos financieros de valoración de empresas, sugerirá los más apropiados aplicables para las empresas nicaragüenses, de acuerdo a la estructura del mercado local y de ésta manera puede aplicarse en el campo didáctico y laboral.

### 1.3 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Existen muchas razones para valorar una empresa. A menudo sus propietarios o accionistas necesitan disponer de una idea del valor, porque existe un tercero interesado en comprar la compañía, existe alguna disputa accionaria entre socios y conviene fijar un valor que permita dar salida a uno de los socios, se pretende ampliar el capital social de la empresa y es conveniente definir un valor que ha de asignarse al negocio con carácter previo, o bien, simplemente se quiere tener una referencia interna de valor. Es evidente que los propietarios, más tarde o temprano y por la razón que fuere, han de interrogarse sobre cuál es el valor de su negocio, y a menudo la respuesta no es fácil de obtener, ya que esto conlleva al estudio de diversas variables que deben analizarse previo al proceso de valoración.

El propósito de este trabajo monográfico y su principal problema radica en determinar en base a toda la información financiera disponible ¿Cuál es el valor financiero de la empresa CrediFactor, S.A?, además evaluar si la emisión de bonos y papeles comerciales en la Bolsa de Valores de Nicaragua le ha generado algún beneficio monetario a la misma.

En base al problema planteado anteriormente se realizará la aplicación de un método financiero para valorar empresas con el objetivo de dar respuesta al mismo, llevando a cabo un análisis de los Estados Financieros y notas financieras de la empresa, además resulta necesario para esto estudiar la industria y entorno del negocio.

## 1.4 FORMULACION DEL PROBLEMA

¿Cuál es el valor de la empresa CrediFactor, S.A. al 31 de Diciembre del 2012, posterior a su estrategia de financiamiento a través de la Bolsa de Valores de Nicaragua mediante bonos y papeles comerciales?

## **II. OBJETIVOS**

### **2.1 Objetivo General**

Determinar a través de la aplicación de un método financiero el valor de la empresa CrediFactor, S.A. con la información disponible para el periodo terminado al 31 de diciembre del 2012; y proyecciones financieras para los próximos cuatro años (2013-2016).

### **2.2 Objetivos Específicos**

**2.2.1** Evaluar la situación financiera actual de la empresa.

**2.2.2** Describir los métodos de valoración de empresas, utilizando el método de los flujos de fondos descontados, por ser considerado el método más correcto para evaluar.

**2.2.3** Valorar si la empresa CrediFactor, S.A. ha tenido beneficios, posterior a su nueva estrategia de financiamiento a través de la emisión de bonos y papeles comerciales en la Bolsa de Valores de Nicaragua.

### III. MARCO TEORICO

#### 3.1 INFORMACION REFERENTE A LA EMPRESA CREDIFACTOR, S.A

##### 3.1.1 Información General

- a) Denominación Social: CrediFactor, S.A.
- b) Datos de Inscripción en el Registro Público: Sociedad Anónima organizada y existente de conformidad con las leyes de la República de Nicaragua, constituida mediante Escritura Pública número dieciocho, del diecisiete de marzo del año dos mil.

Acta de Constitución de CrediFactor, S.A., inscrita el 29 de marzo del 2000 bajo el No. 21.647-B5 página 205/228 Tomo 786-B5 Libro segundo de Sociedades e Inscrita bajo el No.31961 página 54 Tomo 141 del Libro de Personas, ambos del Registro Público Mercantil del Departamento de Managua el tres de abril del año dos mil.

Reforma al pacto Social de CrediFactor S.A., inscrita el 22 de Diciembre del 2003 con Asiento #306160; página 15; Tomo 386 del diario e inscrita hoy con No. 25291-B5; página 172/182; Tomo 880-B5; libro segundo de sociedades de este registro público e inscrita con No. 34602; página 200; tomo 153 del libro de personas, ambos del Registro Público Mercantil del Departamento de Managua a los 23 días del mes de Diciembre del año 2003.

Posteriormente, en el año 2006, la Escritura de Constitución sufrió nueva reforma con relación al capital social de la sociedad, reforma que fue debidamente inscrita bajo el No. Testimonio de Escritura Pública Número: Ciento Cuarenta y Tres (143) de "PROTOCOLIZACION DE REFORMAS AL PACTO SOCIAL Y ESTATUTOS DE CREDIFACTOR S.A.", autorizado en esta ciudad a las cuatro de la tarde del día cinco de Junio del año dos mil



seis, ante la suscrita Notario, debidamente inscrita bajo No. 21,817-B2; Páginas: 74/102; Tomo: 787-B2 del Libro Segundo de Sociedades e inscrito bajo el No. 57,308-A; Páginas: 114; Tomo: 160-A del Libro de Personas, ambos inscritos en el Registro Público Mercantil del Departamento de Managua, inscrito con fecha ocho de Junio del año dos mil seis.

En el año 2012, la Escritura de Constitución y Estatutos de la sociedad sufrieron reformas sociales integrales, las cuales fueron debidamente inscritas en el Registro Público y Mercantil del departamento de Managua el 07 de agosto de 2013. Esta inscripción se realizó según Asiento No. 558800, Página 97, Tomo 448 del Libro Diario, e inscrita bajo No. 24,614-B2, Páginas 247/286, Tomo 834-B2 Libro Segundo de Sociedades.

A continuación un extracto de las reformas sociales:

Que se autorizó Reformas al Pacto Social y Estatutos: Aumento de Capital Social hasta por la suma de: Ciento Cinco millones de Córdobas (C\$ 105,000.000.00) representado en un total de: Siete millones (7, 000,000.00) de Acciones, divididas en Acciones Comunes de la SERIE A, B y C. Dichas reformas, incluye modificaciones de clausulado general del Pacto Social y Estatutos, así como adecuación de su objeto social a la Ley de Factoraje y su Reglamento.

Con el aumento del capital social, se pretende la participación accionaria del BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO en su condición de ADMINISTRADOR DEL FONDO MULTILATERAL DE INVERSION (BID/FOMIN), como consecuencia de la suscripción por parte del BID/FOMIN de un convenio general de accionistas, en la que se definen los términos y condiciones de la inversión, así como estipulaciones especiales.

d) Numero de R.U.C.: J0310000013993

- e) Domicilio y Dirección de las Oficinas Centrales: Las oficinas principales de CrediFactor, S.A. están localizadas en OFIPLAZA EL RETIRO, Edificio No. 8 1er Piso, suite 8-1.6, Rotonda el periodista 150 mts. al sur, Managua, Nicaragua Teléfonos (505) 2254-7501 Fax. (505) 2254-7502.
- f) Fecha de Cierre: La fecha de cierre es el 31 de Diciembre de cada año.
- g) Auditores Externos: KPMG PEAT MARWICK NICARAGUA, S.A.

### **3.1.2 Antecedentes Generales de la Empresa**

CrediFactor, S.A. inició operaciones el 03 de abril del 2000 con el objetivo de dedicarse al negocio de descuento de documentos y facturas. Las transacciones de CrediFactor, S.A se caracterizan por el pago a descuento de facturas o cualquier otro documento representativo de crédito, a través de la cesión o endoso por parte del vendedor. En algunos casos las transacciones contarán con garantía real o con garantía de fianzas de vigencia de contratos y fianzas de cumplimiento de pago.

### **3.1.3 Objeto**

El Acta de constitución de la sociedad establece su objeto social como: a) El factoraje financiero con personas naturales y/o jurídicas; b) Compra de derechos de créditos relacionados a la provisión de bienes, servicios o ambos; c) Obtener préstamos y créditos de instituciones financieras y de seguros, nacionales y/o extranjeras; d) Obtener préstamos y créditos mediante la suscripción de Valores de crédito en serie para su colocación pública; e) Descontar, dar en prenda o negociar en cualquier forma los derechos de créditos provenientes de los contratos de factoraje f) Constituir depósitos a la vista y a plazo en instituciones de crédito nacionales o entidades financieras extranjeras; g) Adquirir valores aprobados para el efecto por la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras; h) Adquirir bienes muebles o inmuebles destinados a su oficina principal, sus sucursales y/o agencias; i) Prestar servicios de administración y cobranza de

derechos de crédito; j) Realizar las demás operaciones análogas o conexas autorizadas por las leyes generales y especiales de la República; y, k) Ejecutar toda clase de actos y contratos civiles y mercantiles que no estuvieren prohibidos por la ley o por la escritura de constitución de la sociedad.

### **3.1.4 Actividades Principales**

Las actividades de factoraje ofrecidas por CrediFactor, S.A, serán aquellos tipos y modalidades de factoraje soportadas y descritas en la ley No. 740 – Ley de Factoraje (artículos 9 y 10 y sus incisos).

Sin perjuicio de las modalidades de factoraje que señala la ley 740 (La Gaceta No. 234 del Martes 7 de Diciembre de 2010), se podrán establecer otras modalidades de factoraje, siempre y cuando sea aceptado entre las partes y no contradigan los preceptos de la ley en mención y demás leyes aplicables.

Actualmente existe un gran número de empresas en Nicaragua que tienen necesidad de recursos financieros a muy corto plazo, sin embargo no poseen garantías reales y tampoco cuentan con el tiempo requerido para tramitar un crédito bancario tradicional.

Se considera un cliente potencial de factoraje a una persona natural o jurídica cuyas negociaciones se ejecutan dentro de la industria o el comercio y que requieran lo siguiente:

- Liquidez
- Lograr una eficiente administración y control de su cartera
- Reducir sus costos operativos en investigación crediticia y cobro de facturas
- Mantener un adecuado capital de trabajo
- Eliminar el riesgo crediticio
- Aumentar y diversificar su mercado de ventas

Por otra parte, para la aceptación de una transacción es necesario que el cliente cumpla con las condiciones que a continuación se detalla:

- Poseer buenas referencias comerciales y de crédito
- Poseer la experiencia en la entrega y calidad de los bienes y servicios que brinda
- Tener buenos resultados en la investigación del documento a descontar

CrediFactor mantiene una alta calidad de clientes mediante un riguroso sistema de solicitud y aprobación. Cuando una persona, natural o jurídica, decide contratar los servicios de factoraje se documenta la solicitud mediante un formulario que contiene datos generales del cliente. CrediFactor examina, con la mayor atención, la situación de su cliente potencial. Estudia el sector en el que se ejercen las actividades del solicitante, según el tipo de servicios o productos que ofrece en el mercado. Una vez verificadas las referencias bancarias y personales del solicitante se analizan los estados financieros auditados (o internos) para determinar la situación financiera del solicitante. En los casos en que esta información no esté disponible, no se aprueba la solicitud, sino hasta completar la información requerida.

Simultáneamente, se verifican los documentos por cobrar presentados por el cliente. Si se trata de cuentas por cobrar a empresas estatales, se verifica vía telefónica y personalmente la existencia de las mismas y el tiempo aproximado para el pago de éstas. En el caso de empresas privadas se analiza la calidad del deudor y si es posible sus referencias de crédito. Estos trámites de análisis tienen por lo general una duración máxima de 5 días hábiles.

Todas las operaciones de factoraje son documentadas mediante un contrato privado de cesión de crédito en donde se establecen los términos y condiciones de la transacción celebrada entre el cedente (Cliente) y el cesionario (CrediFactor, S.A.). A través de este contrato el cliente traspasa sus derechos sobre la factura o

documento por cobrar a favor de CrediFactor. Cada operación de descuento, además de llevar un contrato, es respaldada por una Letra de Cambio emitida por CrediFactor. En la cual el Librado y el Librador son el cedente, el avalista debe ser el representante legal o principal accionista de la empresa cedente. Esta Letra de Cambio a favor de CrediFactor, se emite por el valor total de la factura en Dólares al tipo de cambio de la fecha de emisión.

En adición al contrato privado y la Letra de Cambio, se le exige al cliente emitir una “Carta de Cesión Irrevocable” donde se le notifica al deudor que el derecho del crédito en cuestión ha sido cedido y vendido irrevocablemente al cesionario (CrediFactor); por lo que el deudor en la fecha de vencimiento de la factura o cuenta, efectuará el pago directamente al cesionario. También en algunas ocasiones cuando la Gerencia lo estima conveniente se hacen cesiones en escritura pública.

A continuación se presenta un cuadro que identifica la clasificación de la Cartera de Créditos de CrediFactor, S.A. de acuerdo al Capítulo V, Arto. 9, de las Normas Prudenciales sobre Evaluación y Clasificación de Activos de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras. Es importante mencionar que CrediFactor actualmente no es supervisado por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SIBOIF).

- a) Categoría A - Créditos de Riesgo Normal
- b) Categoría B - Créditos de Riesgo Potencial
- c) Categoría C - Créditos de Riesgo Real de Pérdidas Esperadas
- d) Categoría D - Créditos de Alto Riesgo de Pérdidas Significativas
- e) Categoría E - Créditos Irrecuperables

**CrediFactor, S.A.**  
**Resumen de Cartera de Créditos**  
**(Saldo neto en Córdobas)**

*Cuadro 1*

<b>Categorías</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>%</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>%</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>%</b>	<b>Observaciones</b>
<b>A</b>	178,129,397	96.20%	271,078,832	97.71%	294,909,847	95.39%	Corriente, hasta 30 días
<b>B</b>	1,600,608	0.86%	643,835	0.23%	6,712,264	2.17%	Hasta 60 días
<b>C</b>	1,871,745	1.01%	2,003,037	0.72%	855,575	0.28%	Hasta 90 días
<b>D</b>	419	0.00%	58,179	0.02%	2,074,891	0.67%	Más de 90 días
<b>E</b>	3,569,909	1.93%	3,642,699	1.31%	4,604,085	1.49%	Cobro Judicial
<b>Total</b>	<b>185,172,078</b>	<b>100.00%</b>	<b>277,426,582</b>	<b>100.00%</b>	<b>309,156,662</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Prospecto informativo CrediFactor S.A

### **3.1.5 Análisis de la Oferta**

El factoraje es una alternativa ágil y rápida de conseguir financiamiento sin tener que recurrir al crédito bancario. El factoraje es un financiamiento que se da basándose en una operación mercantil ya realizada y no en base a un plan o proyecto que tiende a ser el marco operativo de un préstamo bancario tradicional. En los últimos años se puede observar el auge de este medio como alternativa de financiamiento. Este auge ha dado origen a varias empresas de factoraje, incluyendo Factoring S.A, AFINSA, y bancos como BANCENTRO, BAC y BANPRO también prestan este servicio.

### **3.1.6 Análisis de la Demanda**

En los últimos años Nicaragua ha visto un aumento en las transacciones comerciales y el inicio de numerosas empresas. Este crecimiento económico ha creado una gran demanda por servicios financieros especialmente de los servicios crediticios. Existe actualmente un sector comerciante que demanda recursos financieros que necesitan liquidez en el corto plazo y rápidos trámites de negociación.

La demanda de este nicho es tan extensa que no ha podido ser llenada por la banca tradicional y ha dado lugar al factoraje financiero. El factoraje no solamente es una novedosa forma de inyectar liquidez a la empresa sino que además es una competencia directa en relación con los costos del financiamiento bancario.

El factoraje beneficia a aquellas empresas que están en busca de recursos en el corto plazo (capital de trabajo) para mejorar su liquidez. En los recientes años se puede observar que muchas empresas acostumbran delegar ciertas funciones básicas de su negocio a entidades externas especializadas (tercerización), para concentrarse en su actividad principal y así ahorrarse costos. A través del factoraje

estas empresas pueden lograr una eficiente administración y control de su cartera además de reducir sus costos operativos en investigación crediticia y cobro de facturas. Un principal elemento del factoraje es que mediante éste, la empresa solicita el dinero que en realidad ya ganó, pero no ha podido recibir aún. Una vez empleado un programa de factoraje se agiliza la adquisición de recursos y estos muchas veces son un elemento vital para el éxito de los negocios.

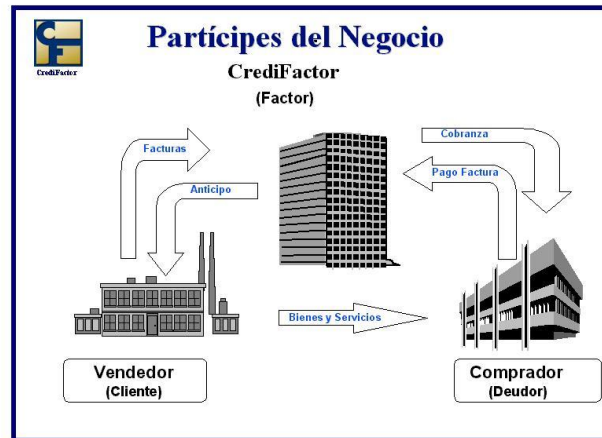
Son clientes potenciales del factoraje: toda aquella empresa que busca liquidez a corto plazo y desea usar sus facturas como forma de recurrir a fondos frescos y las empresas que estén en proceso de expansión en sus operaciones existentes. Por esta razón se puede concluir que existe un mercado importante que requiere de este tipo de servicios. Quienes demandan más el uso de esta figura financiera son las empresas relacionadas con el sector de servicios, comercio y textil, según los resultados de estudios internacionales realizados por una empresa internacional de factoraje. En Nicaragua existe una amplia demanda de factoraje a pesar de que este sea una figura relativamente nueva.

### **3.1.7 Sistema de Precios y Tarifas**

El cálculo matemático empleado para el factoraje, consiste en extenderle al cliente un porcentaje del valor nominal de la factura o cuenta. Este monto depende del número de días que estime necesario para hacer efectivo el cobro del crédito así como el tipo de operación que se lleva a cabo. Además del interés mensual que se cobra, antes de cada desembolso se aplica un interés inicial por desembolso más los gastos legales en que se tenga que incurrir según sea el caso. En el sitio Web de la empresa **[www.credifactor.com.ni](http://www.credifactor.com.ni)** se encuentra un ejemplo ilustrativo del proceso de factoraje:



Figura 1



Fuente: Prospecto informativo CrediFactor S.A

CrediFactor ofrece presentaciones dirigidas a estos grupos con el fin de proyectar un mejor entendimiento del factoraje como una eficiente alternativa de financiamiento.

### 3.1.8 Información Legal

- **Fundamento Legal de las Operaciones de Factoraje**

Las Operaciones de Factoraje encuentran su fundamento legal en la Ley No. 740 “Ley de Factoraje”, publicada en la Gaceta Diario Oficial No. 234 del 7 de Diciembre del 2010; y de su Reglamento Decreto Ejecutivo No. 10-2012 “Reglamento de la Ley 740, Ley de Factoraje”, publicado en la Gaceta, Diario Oficial No. 85 del 9 de Mayo del 2012, así como en el Código de Comercio, Código Civil de la República de Nicaragua y demás legislación mercantil complementaria, de acuerdo a la práctica o costumbre mercantil.

Todas las operaciones de factoraje son documentadas mediante un contrato privado de factoraje financiero con recurso, cesión de créditos en donde se establecen los términos y condiciones de la transacción celebrada entre el cedente

(Cliente de CrediFactor) y el cesionario (CrediFactor). A través de este contrato el cliente traspasa sus derechos sobre la factura o documento por cobrar a favor de CrediFactor.

En adición al contrato privado, el cliente emite una orden irrevocable de pago donde notifica a su pagador que el derecho contenido en el documento de crédito en cuestión, ha sido cedido irrevocablemente a CrediFactor, S.A; por lo que el pagador o deudor cedido en la fecha de vencimiento de la factura o cuenta, deberá efectuar el pago directamente a CrediFactor, S.A.

El crédito contenido en las facturas, es endosado en original a favor de CrediFactor, S.A, cuando existen facturas con Pagaré a la Orden y sí se trata de una simple factura no endosable por no contener el título valor impreso, la cesión se hace a favor de CrediFactor mediante el traspaso manual de la factura original.

Además, legalmente cada operación de factoraje estará respaldada con la emisión de un Título Valor "Letra de Cambio", hasta por el plazo acordado, con fechas de vencimientos promedio de 45 a 90 días. El valor de la Letra de Cambio es por el monto total de cada cesión. Dicho Título Valor será librado por el CEDENTE y avalado por el fiador solidario en caso de existir. Llegado el vencimiento de la Letra de Cambio, si el pagador de los créditos cedidos, no cancela el importe de la cesión y el Cedente por razones ajenas, incurre en mora, inmediatamente la Letra de Cambio, se protesta notarialmente, dentro del término de cuarenta y ocho horas a fin de mantener resguardado el derecho que tendría CrediFactor de iniciar o hacer uso de la acción cambiaria o de pago. Todo de conformidad con la Ley de Títulos Valores vigente.

Adicionalmente, previo atender alguna operación de desembolso a favor del FACTORADO o cliente cedente, CrediFactor S.A. se respalda legalmente con la

suscripción de un Contrato de Apertura de línea de Crédito revolvable en Escritura Pública, donde se dejan establecidos los términos y condiciones globales del factoraje, a fin de contar con un documento que preste mérito ejecutivo y se pueda recuperar de manera expedita la cifra desembolsada en materia de factoraje.

- **Litigios Legales**

A la fecha, los juicios existentes son rutinarios e incidentales al giro ordinario del negocio y por tanto no tienen mayor relevancia para las operaciones de CrediFactor, S.A.

- **Acontecimientos Relevantes**

Desde el año 2006, se realizó alianza con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), quien ha otorgado líneas de crédito a CrediFactor S.A, y ha formado parte del capital accionario de la empresa. Con lo cual se cimentó su posicionamiento en el mercado nacional, atrayendo nuevos clientes y creciendo en este rubro. En lo referido a los préstamos y líneas de crédito el año 2012 se firmó línea de Crédito con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) hasta por un monto de US\$ 1,500,000; en Junio del 2012 se procedió con la renovación de la Línea de Crédito con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), así como mantener una Línea de Crédito abierta con el Banco de Finanzas (BDF) hasta por un monto de US\$ 1,000,000 y en Octubre se obtuvo un financiamiento por parte de la Entidad Corporación Interamericana de Inversiones (C.I.I.) por un monto de US\$ 750,000. En lo que va del año 2013 se suscribió Línea de Crédito con Microvest Short Duration Fund, LP “Microvest” hasta por US\$ 1,250, 000.

## **3.2 VISION GENERAL DE LA EMPRESA**

### **3.2.1 Misión**

Somos una unidad productiva de servicios, que le proporciona soluciones crediticias financieras a nuestros clientes, brindando satisfacción plena de sus necesidades y dirigidas al mercado nacional nicaragüense y centroamericano, cuyo objetivo principal radica en el crecimiento de cartera en forma sana y ordenada, con disposición a crear negocios rentables, sin perder la objetividad del negocio.

### **3.2.2 Visión**

Ser la empresa de Factoraje líder en el área Centroamericana que proporcione soluciones ágiles, innovadoras, seguras y confiables que generen valor agregado a aquellas empresas con necesidad de liquidez a corto plazo.

### **3.2.3 Valores**

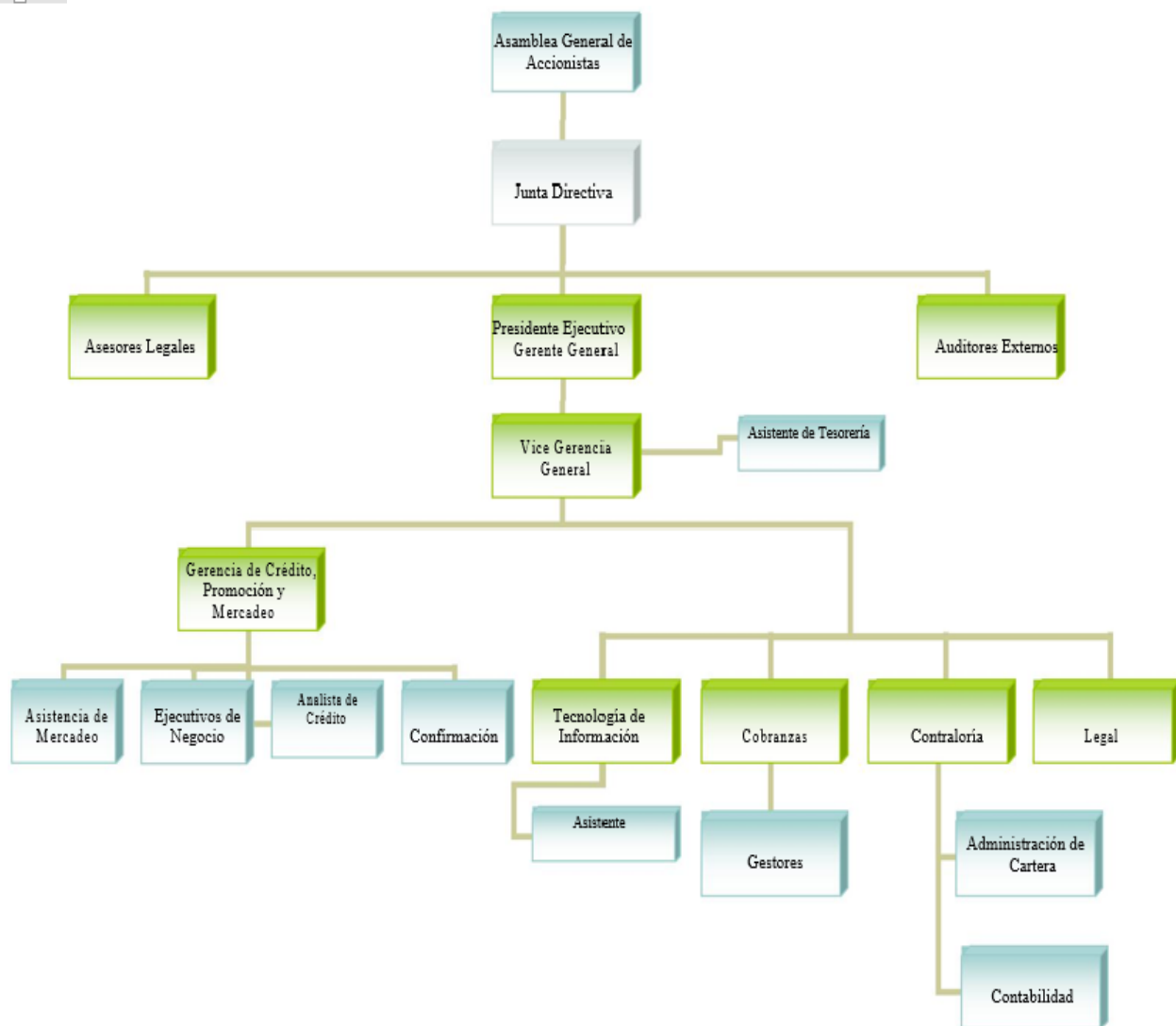
Honestidad  
Respeto  
Confianza  
Integridad  
Excelencia  
Calidad Humana  
Transparencia  
Confidencialidad

CrediFactor, S.A. cuenta con una estructura organizacional que corresponde con el tamaño y naturaleza de la empresa. Esta estructura está conformada por una Junta

Directiva, que es la máxima autoridad administrativa, representada por su Presidente, quien es a su vez el representante legal de la empresa. De la Junta Directiva depende el Gerente General con su equipo de apoyo, equipo que incluye al Vice Gerente General, Gerente de Crédito, Promoción y Mercadeo, Asesor Legal Interno, Contralor y el personal operativo.

### 3.2.4 Organigrama al 31 de Diciembre de 2012

Figura 2



Fuente: Prospecto informativo Credifactor S.A

- Código de Conducta

Como Contralor de CrediFactor se desempeña la **Lic. Irayda Guadamuz**, Licenciada en Contaduría Pública y Finanzas con más de 15 años de experiencia en análisis de empresas financieras y factoraje como miembro del departamento de Auditoría Externa de PriceWaterHouseCoopers. Contralora desde Julio 2001 con 12 años en el cargo. Dentro de sus responsabilidades se encuentran el velar por el cumplimiento de las disposiciones legales y normativas que le sean aplicables a la institución.

### 3.2.6 Análisis Del Entorno Del Negocio

- Análisis FODA

En adelante se presenta un análisis FODA realizado para la empresa CrediFactor, S.A. Este análisis presenta las Fortalezas, Oportunidades, Debilidades, y Amenazas que tiene la empresa actualmente.

- Fortalezas

#### Buenas Relaciones con los Clientes

CrediFactor se caracteriza por el manejo de pocos clientes, de esta forma es posible desarrollar una relación más estrecha con el deudor. Este aspecto es de especial importancia en Latinoamérica donde se destacan las relaciones personales en los negocios.

### Operaciones con Garantías

Las operaciones realizadas por CrediFactor S.A, son resguardadas gracias al nivel de garantías requeridas por la empresa. Las operaciones de factoraje financiero son créditos contra operaciones ya realizadas. Al mismo tiempo, son operaciones doblemente garantizadas ya que además del pagador, el riesgo está compartido con el emisor de la factura. En toda operación de factoraje CrediFactor, S.A requiere que el cliente cedente firme una Letra de Cambio con CrediFactor, S.A como garantía de la operación y en algunos casos se requieren garantías reales o firma solidaria de terceros. Además de esta Letra de Cambio, el emisor de la factura firma una “Carta Irrevocable de Pago” a favor de CrediFactor, S.A; en esta carta, el emisor (deudor) reconoce que el derecho del crédito en cuestión ha sido cedido y vendido irrevocablemente a CrediFactor, S.A. por lo que el deudor en la fecha de vencimiento de la factura o cuenta efectuará el pago directamente a CrediFactor, S.A.

### Operaciones de Corto Plazo

La naturaleza del factoraje le permite realizar operaciones de corto plazo. La mayor ventaja de realizar operaciones de corto plazo es que estas le permiten a CrediFactor detectar y resolver rápidamente problemas inesperados.

- **Oportunidades**

Las oportunidades presentadas por las operaciones de descuento son muy amplias ya que en principio cualquier activo es facturable. El factoraje es más flexible que cualquier otro tipo de financiamiento y la cantidad a descontar por cliente, depende del volumen de ventas del negocio.

Esta flexibilidad es de gran atracción para las empresas que buscan fuentes de financiamiento que se adapten a las cambiantes exigencias de los mercados.

Debido a la amplia variedad de beneficios que devengan las actividades de factoraje se puede decir que existe un gran potencial para esta industria. Actualmente el factoraje en Nicaragua es un concepto nuevo. A través de un programa de mercadeo se puede alcanzar un gran número de empresas que desconocen la opción de financiamiento a través del factoraje.

Aprobación de las siguientes leyes:

1. Ley No. 739 “Ley de Factura Cambiaria”, publicada en la Gaceta Diario Oficial No. 234 del 7 de Diciembre del 2010;
2. Ley No. 740 “Ley de Factoraje”, publicada en la Gaceta Diario Oficial No. 234 del 7 de Diciembre del 2010;
3. Reglamento Decreto Ejecutivo No. 10-2012 “Reglamento de la Ley 740, Ley de Factoraje”, publicado en la Gaceta Diario Oficial No. 85 del 9 de Mayo del 2012, Ley de Factoraje y Reglamento a la Ley No. 740 “Ley de Factoraje”.

- **Debilidades**

El riesgo de no pago por parte del deudor

Una devolución de mercadería, una entrega defectuosa y hasta el cierre de la empresa deudora o pagadora son riesgos inevitables en el descuento de facturas. CrediFactor, S.A. toma medidas de precaución para minimizar su vulnerabilidad a estos riesgos.



Antes de entrar a un programa de factoraje, CrediFactor, S.A, realiza una investigación exhaustiva del cliente deudor y del cliente dueño de la factura. Esta investigación le permite a CrediFactor identificar y minimizar los riesgos asociados con sus clientes. Una vez que es aprobado el programa de factoraje el cliente deudor debe firmar una carta irrevocable de pago a favor de CrediFactor el cual indica que ha recibido su mercadería de una manera satisfactoria. Esta carta irrevocable de pago permite a CrediFactor minimizar el riesgo de una devolución de la mercadería.

- **Amenazas**

Las principales amenazas que CrediFactor, S.A enfrenta son:

#### Competencia

Un incremento significativo en la competencia sería contraproducente debido a la presión en la baja de tasas y/o precios de los servicios que brinda la empresa. Actualmente existen tres empresas dedicándose 100% a ofrecer estos servicios, una de ellas relacionada directamente a un banco.

#### Devaluación del Córdoba

Debido a que la mayor parte de las empresas pagadoras trabajan en Córdobas y CrediFactor tiene sus líneas de crédito con bancos en Dólares estadounidenses, una fuerte devaluación puede tener un impacto negativo en los resultados por el aumento adicional en los gastos financieros al absorber el diferencial cambiario. Es preciso notar que el impacto de una devaluación sería reducido en el caso de CrediFactor, puesto que la empresa mantiene el 66% de las facturas descontadas con mantenimiento de valor, CrediFactor, S.A, mitiga esta amenaza ya que el cedente firma una Letra de Cambio en Dólares por el 100% del valor de la factura.

Es importante mencionar que desde el 01 de Enero del 2004 la tasa de deslizamiento de Nicaragua se disminuyó al 5.00% anual lo que representa mayor solidez de la moneda como respuesta a las correctas políticas monetarias ejecutadas por el Banco Central de Nicaragua.

#### Cambios en legislación o nueva legislación

Un cambio significativo en la legislación que controla la legitimidad del cobro de Valores ejecutivos podría ser una clara imposibilidad de recuperación de las cuentas por cobrar.

### **3.2.7 Directores, personal general y empleado**

- **Junta Directiva**

De acuerdo a la información obtenida:

La actual Junta Directiva de CrediFactor, S.A. fue electa el 27 de octubre de 2010 por medio de Acta #76 de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas por un periodo de 4 años. Los miembros de la Junta Directiva son:

**Mauricio Pierson Stadthagen, Presidente:** Nicaragüense (nacido en 1964), Ingeniero Industrial y de Sistemas (Universidad de la Florida) y Master en Administración de Empresas (Notre Dame Business School). El Ingeniero Pierson es también Presidente de la Junta Directiva de ALAMO - NATIONAL Rent a Car para Nicaragua y ex-director y antiguo Vice Presidente de la Cámara de Comercio de Nicaragua, así como miembro actual del Central American Leadership Initiative (CALI). También fue Gerente General y Secretario de Actuaciones de la Junta Directiva del Banco Caley Dagnall, y Tesorero del BANCENTRO. Presidente-Fundador de CrediFactor en Mayo 2000, tiene 13 años en el cargo y su nombramiento vence en 2014. El Ing. Pierson es el Apoderado General de CrediFactor, S.A.

**Janetta Gema Holmann González, Vicepresidente:** Nicaragüense (nacida en 1973), Administradora de Empresas de la Universidad Interamericana de Costa Rica. Nombrada en octubre 2010 el cual vence en el año 2014.

**Carl Ahlers Fumagalli, Secretario:** Nicaragüense (nacido en 1966), Ingeniero Mecánico con honores y Master en Ingeniería en CFD (Thermodynamica) de la Universidad de Florida. También tiene una Maestría en Administración de Empresas Tecnológicas (MSMOT) de Stevens Institute of Technology, New Jersey. El Ingeniero Ahlers es Gerente y Presidente Fundador de COPERCO de Nicaragua, S.A. y Zona Franca Las Palmeras, S.A. En Estados Unidos, el Ing. Ahlers trabajó como Ingeniero de Proyectos en Jones, Edmunds, & Associates (Gainesville, Florida) y en EXXON, Research & Engineering Company (New Jersey). Nombrado en octubre 2010 el cual vence en el año 2014.

**Horacio Rappaccioli Pasos, Observador:** Graduado de Licenciado en Administración de Empresas en la Universidad Iberoamericana (México, D.F.). Post-Grado en Finanzas en el Instituto Tecnológico de Estudios Superiores de Monterrey (México, D.F.) Mención de Honor y Maestría en Administración de Empresas en INCAE (Managua), Suma Cum Laude. Actualmente se desempeña como Presidente Ejecutivo de Aceitera El Real, S.A. Anteriormente ocupó la Gerencia General de CISA EXPORTADORA, así como la Gerencia General de Walmart Nicaragua y la Dirección de Operaciones de Walmart Centroamérica.

Ha ocupado cargos directivos y de gerencia en empresas comercializadoras nacionales y del área centroamericana. Ha sido directivo de asociaciones empresariales y de varias empresas destacadas. Nombrado en octubre 2010 el cual vence en el año 2014.

**Jorge Vidaurre Arguello, Observador-Delegado BID-FOMIN:** en la Junta Directiva de CrediFactor, S.A. Nicaragüense, Licenciado en Administración de Empresas (State University of New York, Albany) y Master en Gerencia Internacional con especialidad en Finanzas Corporativas e Inversiones Internacionales (Thunderbird Global School of Management de Glendale, Arizona). Actualmente, también el Sr. Vidaurre es Vice-presidente ejecutivo del grupo Financia Versatec, es Vice Presidente de la Junta Directiva de Financia Capital, S.A. en Nicaragua y Vice Presidente de la Junta Directiva de Financia Credit, S.A. en Panamá. El Sr. Vidaurre representó durante tres años al Fondo Multilateral de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo en la Junta Directiva de FINDESA que luego se convirtió en el Banco del Éxito, fungió como su Tesorero. También el Sr. Vidaurre fue Consultor de Volio Capital, una de las firmas de Banca de Inversión más destacadas en la región centroamericana, habiendo la firma asesorado al Scotia Bank en su adquisición de Corporación INTERFIN. El BID lo nombró Director en Marzo 2006 ante la Junta Directiva de CREDIFACTOR, el Sr. Vidaurre ha fungido siempre como delegado del BID/FOMIN en su Directorio, su nombramiento vence en 2014.

- **Principales Ejecutivos**

De acuerdo a la información brindada por la empresa:

**Ing. Mauricio J Pierson, Gerente General:** Ingeniero Industrial y Sistemas de la Universidad de la Florida, con una Maestría en Administración de Empresas de la Universidad de Notre Dame. Cuenta con amplia experiencia en el ámbito financiero. Gerente General (nacido en 1964) desde Mayo 2000 con 13 años de experiencia en el cargo.

**Ing. Erasmo Holmann, Vice Gerente General:** Ingeniero Industrial de la Universidad Estatal de Louisiana, con vasta experiencia en factoraje y relaciones

con clientes y en la supervisión de personal operativo. Vice-Gerente General (nacido en 1976) desde Mayo 2000 con 13 años de experiencia en el cargo; es cuñado del Ing. Pierson.

**Lic. Christopher Oviedo, Gerente de Crédito, Promoción y Mercadeo:**

Licenciado en Administración Banca y Finanzas de la Universidad de San José Costa Rica con un Postgrado de Administración Bancaria y Estratégica de Harvard University Extensión School. Posee una Maestría en Administración de Empresas (MBA) de la Universidad de Phoenix, Arizona. Cuenta con una experiencia acumulada de 18 años en el giro del factoraje. Gerente de Crédito (nacido en 1975) desde Abril 2003 con 10 años en el cargo.

**Lic. Reyna Esther Morales Ocón, Asesora Legal:**

Abogada y Notario Público (UNAN) con Postgrados en Derecho de Sociedades Anónimas, Derecho Bancario, con especialidad en Derecho Privado: Contratos Civiles y Mercantiles y Derecho Notarial (UCA). Especialista en Derecho Económico en el 2010 y Máster en Derecho de Empresas con Asesoría Jurídica empresarial de la Universidad Centroamericana en el 2012. Asesora de Asuntos Legales y Corporativos (nacida en 1977) desde Septiembre 2003 con 9 años de experiencia.

- **Empleados**

De acuerdo a la información brindada por la empresa (2013):

Al 31 de Diciembre 2012, CrediFactor contaba con 27 empleados.

- **Gastos por compensación de directivos y funcionarios**

A continuación se presenta un detalle de las compensaciones de directivos y funcionarios de CrediFactor, S.A. para los años 2012 y 2011 (doce meses). Extraído de información auditada.

- **Participación social de directores, personal gerencial y empleados.**
- Personal Gerencial

Cuadro 2

Cifras en Córdobas		
	2012 (Doce meses)	2011 (Doce meses)
Ejecutivos y Funcionarios	C\$12,946,182	C\$13,363,050

Fuente: Prospecto informativo CrediFactor S.A

- **Participaciones Significativas**

A continuación se presenta el detalle de los principales accionistas de CrediFactor, S.A, al 31 de Diciembre del 2012:

- Directores

Cuadro 3

	Comunes	Consolidado
<b>Ing. Mauricio Pierson Stadthagen</b>	50.00%	50.00%
<b>Lic. Gema Holmann de Pierson</b>	10.00%	10.00%
<b>Ing. Carl Ahlers Fumagalli</b>	<b>20.00%</b>	<b>20.00%</b>
<b>EL Velero Azul S.A.</b>	10.00%	10.00%

<b>Aldo Ahlers Fumagalli</b>	4.32%	4.32%
<b>Jorge Antonio Rosania Tribaldo</b>	5.68%	5.68%
	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Prospecto informativo CrediFactor S.A

### 3.3 ESTADOS FINANCIEROS BÁSICOS

Conceptos financieros importantes que deben considerarse para realizar el análisis integral de la compañía y que son determinantes para la valoración de empresas.

Los Estados Financieros son los documentos que debe preparar la empresa al terminar el ejercicio contable, con el fin de conocer la situación financiera y los resultados económicos obtenidos en las actividades de su empresa a lo largo de un período.

El objetivo de la información financiera con propósito general es proporcionar información financiera sobre la entidad que informa que sea útil a los inversores, prestamistas y otros acreedores existentes y potenciales para tomar decisiones sobre el suministro de recursos a la entidad. Esas decisiones conllevan, comprar, vender o mantener instrumentos patrimonio y de deuda y proporcionar o liquidar préstamos y otras formas de crédito<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Fuente: Marco Conceptual de las NIIF Full 2010, página A26 párrafo OB2.

### 3.3.1 Balance de Situación Financiera

El Balance General es un estado financiero básico que proporciona información sobre la situación financiera de una entidad en un momento o durante un lapso determinado. Es preparado tanto por las entidades lucrativas como por las entidades no lucrativas y se conforma básicamente por los siguientes elementos: activos, pasivos y capital contable o patrimonio contable; éste último, cuando se trata de entidades con propósitos no lucrativos.

- **Activo**

Es un recurso controlado por una entidad, identificado, cuantificado en términos monetarios y del que se esperan legalmente, beneficios económicos futuros, derivados de operaciones ocurridas en el pasado, que han afectado económicamente a dicha entidad.

Atendiendo a su naturaleza, los activos de una entidad pueden ser de diferentes tipos:

- i) efectivo y equivalentes;
- ii) derechos a recibir efectivo o equivalentes;
- iii) derechos a recibir bienes o servicios;
- iv) bienes disponibles para la venta, o para su transformación y posterior venta;
- v) bienes destinados para su uso, o para su construcción y posterior uso, y
- vi) aquellos que representan una participación en el capital contable o patrimonio contable de otras entidades.

- **Pasivos**

Es una obligación presente de la entidad, de ineludible cumplimiento, identificada; es decir se originó con propósito definido, cuantificada en términos monetarios y



que representa una disminución futura de beneficios económicos, derivada de operaciones ocurridas en el pasado que han afectado económicamente a dicha entidad.

De acuerdo a su naturaleza, los pasivos de una entidad pueden ser de diferentes tipos:

- i) Obligaciones de transferir efectivo o equivalentes
- ii) Obligaciones de transferir bienes o servicios y
- iii) Obligaciones de transferir instrumentos financieros emitidos por la propia entidad.

Para reconocer un pasivo, debe atenderse a la sustancia económica por lo que las formalidades jurídicas que lo sustentan deben analizarse para no distorsionar su reconocimiento contable.

Deben considerarse también como un pasivo:

Las provisiones cuya cuantía o fecha de ocurrencia son inciertas y debe reconocerse contablemente, después de tomar en cuenta toda la evidencia disponible, cuando sea probable la existencia de dicha obligación a la fecha de valuación y siempre que se cumpla con las características esenciales de un pasivo.

Los pasivos contingentes, son aquellos surgidos a raíz de sucesos pasados, cuya posible existencia ha de ser confirmada, suelen no estar bajo el control de la entidad. Se registran fuera del Balance de Situación, generalmente al final de este: suele denominarse como cuentas de orden.

- **Capital Contable o Patrimonio Contable**

Es el valor residual de los activos de la entidad, una vez deducidos todos sus pasivos.

El capital contable de las entidades lucrativas se clasifica de acuerdo con su origen, en:

- i. capital contribuido, conformado por las aportaciones de los propietarios de la entidad; y
- ii. capital ganado, conformado por las utilidades y pérdidas integrales acumuladas, así como las reservas creadas por los propietarios de la entidad.

El patrimonio contable de las entidades con propósitos no lucrativos se clasifica de acuerdo con su grado de restricción, en:

- i) patrimonio restringido permanentemente, cuyo uso por parte de la entidad, está limitado por disposiciones de los patrocinadores, que no expiran con el paso del tiempo, y no pueden ser eliminadas por acciones de la administración;
- ii) patrimonio restringido temporalmente, cuyo uso por parte de la entidad, está limitado por disposiciones de los patrocinadores, que expiran con el paso del tiempo o porque se han cumplido los propósitos establecidos por dichos patrocinadores; y
- iii) patrimonio no restringido, el cual no tiene ningún tipo de restricción por parte de los patrocinadores, para que éste sea utilizado por parte de la entidad.

El capital contable o patrimonio contable, representa la porción del activo total que es financiada por los propietarios o en su caso, los patrocinadores de la entidad. Por lo tanto, mientras los pasivos se consideran fuentes externas de recursos, el capital contable o patrimonio contable, es una fuente interna.

### 3.3.2 Estado de Resultados

El Estado de Resultados es un estado financiero que muestra ordenada y detalladamente la forma de cómo se obtuvo el resultado del ejercicio durante un periodo determinado. Está integrado básicamente por los siguientes elementos:

- a) ingresos
- b) costos y gastos
- c) utilidad o pérdida neta.

- **Ingreso**

Es el incremento de los activos o el decremento de los pasivos de una entidad, durante un periodo contable, con un impacto favorable en la utilidad o pérdida neta y, consecuentemente, en el capital ganado.

No deben reconocerse como ingreso, los incrementos de activos derivados de:

- i) la disminución de otros activos,
- ii) el aumento de pasivos o,
- iii) el aumento del capital contable, como consecuencia de movimientos de propietarios de la entidad.

Asimismo, no deben reconocerse como ingreso, los decrementos de pasivos derivados de:

- i) la disminución de activos,
- ii) el aumento de otros pasivos o,
- iii) el aumento del capital contable, como consecuencia de movimientos de propietarios de la entidad.

Atendiendo a su naturaleza, los ingresos de una entidad se clasifican en:

- i) ordinarios, que se derivan de transacciones, transformaciones internas y de otros eventos usuales, es decir, que son propios del giro de la entidad, ya sean frecuentes o no; y
- ii) no ordinarios, que se derivan de transacciones, transformaciones internas y de otros eventos inusuales, es decir, que no son propios del giro de la entidad, ya sean frecuentes o no.

- **Costos y Gastos**

Son decrementos de los activos o incrementos de los pasivos de una entidad, durante un periodo contable, con la intención de generar ingresos y con un impacto desfavorable en la utilidad o pérdida neta y, consecuentemente, en su capital ganado.

Deben reconocerse contablemente en el periodo en el que puedan asociarse con el ingreso relativo; representan el esfuerzo económico efectuado por la administración para alcanzar sus logros y generar ingresos.

No deben reconocerse como costo o gasto, los decrementos de activos derivados de:

- i) el aumento de otros activos,
- ii) la disminución de pasivos o,
- iii) la disminución del capital contable, como consecuencia de movimientos de propietarios de la entidad.

No deben reconocerse como costo o gasto, los incrementos de pasivos derivados de:

- i) el aumento de activos,
- ii) la disminución de otros pasivos o,

- iii) la disminución del capital contable como consecuencia de movimientos de propietarios de la entidad.

Por costo, debe entenderse, para fines de los Estados Financieros, que es el valor de los recursos que se entregan o prometen entregar a cambio de un bien o un servicio adquirido por la entidad, con la intención de generar ingresos.

Existen costos que no pueden identificarse claramente con un ingreso relativo o que perdieron su potencial generador de ingresos; éstos deben considerarse gastos desde el momento en que se devengan.

Atendiendo a su naturaleza, los costos y gastos que tiene una entidad, se clasifican en:

- i) ordinarios, que se derivan de operaciones usuales, es decir, que son propios del giro de la entidad, ya sean frecuentes o no; y
- ii) no ordinarios, que se derivan de operaciones y eventos inusuales, es decir, que no son propios del giro de la entidad, ya sean frecuentes o no.

- **Utilidad o Pérdida Neta**

La utilidad neta es el valor residual de los ingresos de una entidad después de haber disminuido sus gastos relativos, presentados en el estado de resultados, siempre que estos últimos sean menores a dichos ingresos, durante un periodo contable. En caso contrario, es decir, cuando los gastos sean superiores a los ingresos, la resultante es una pérdida neta.

### 3.3.3 Estado de Cambio en el Patrimonio Neto

Es emitido por las entidades lucrativas, y se conforma por los siguientes elementos básicos: movimientos de propietarios, creación de reservas y utilidad o pérdida integral.

- **Movimiento de Propietarios**

Son cambios al capital contribuido o, en su caso, al capital ganado de una entidad, durante un periodo contable, derivados de las decisiones de sus propietarios, en relación con su inversión en dicha entidad.

Los movimientos de propietarios, en su mayoría, representan incrementos o disminuciones del capital contable y, consecuentemente, de los activos netos de la entidad; sin embargo, en ocasiones, los activos netos no sufren cambios por ciertos movimientos de propietarios, ya que sólo se modifica la integración del capital contable por traspasos entre el capital contribuido y el capital ganado.

Los propietarios suelen hacer los siguientes movimientos:

- **Aportaciones de capital**

Son recursos entregados por los propietarios a la entidad, los cuales representan aumentos de su inversión y, por lo tanto, incrementos al capital contribuido y consecuentemente, del capital contable de la entidad;

- **Reembolsos de capital**

Son recursos entregados por la entidad a los propietarios, producto de la devolución de sus aportaciones, los cuales representan disminuciones de su inversión y, por lo tanto, decrementos del capital contribuido y consecuentemente, del capital contable de la entidad;

- **Decretos de dividendos**

Son distribuciones por parte de la entidad, ya sea en efectivo o equivalentes, a favor de los propietarios por parte de la entidad, derivados del rendimiento de su inversión y, por lo tanto, representan disminuciones del capital ganado y consecuentemente, del capital contable de la entidad;

- **Capitalizaciones de partidas del capital contribuido**

Representan asignaciones al capital social provenientes de otros conceptos de capital contribuido, tales como, aportaciones para futuros aumentos de capital y prima en venta de acciones; estos movimientos representan traspasos entre cuentas del capital contribuido y, consecuentemente, no modifican el total del capital contable de la entidad.

- **Capitalizaciones de utilidades o pérdidas integrales**

Son asignaciones al capital contribuido provenientes de las utilidades o pérdidas generadas por la entidad; estos movimientos representan traspasos entre el capital ganado y el capital contribuido y, consecuentemente, no modifican el total del capital contable de la entidad.

- **Capitalizaciones de reservas creadas**

Son asignaciones al capital contribuido provenientes de reservas creadas con anterioridad y con un fin específico inicial que a la fecha ha expirado; estos movimientos representan traspasos entre el capital ganado y el capital contribuido y, consecuentemente, no modifican el total del capital contable de la entidad.

- **Creación de Reservas**

Representan una segregación de las utilidades netas acumuladas de la entidad, con fines específicos y creados por decisiones de sus propietarios. La creación de reservas no es un gasto; se crean en atención a leyes, a reglamentos, a los estatutos de la propia entidad, o en base a decisiones de la asamblea de accionistas.

- **Utilidad o Pérdida Integral**

Es el incremento del capital ganado de una entidad lucrativa, durante un periodo contable, derivado de la utilidad o pérdida neta, más otras partidas integrales. Se refiere a ingresos, costos y gastos que si bien ya están devengados, están pendientes de realización; y que por disposición específica de alguna norma particular, están reconocidos como un elemento separado dentro del capital contable de la entidad y no como parte de las utilidades o pérdidas netas acumuladas.

### **3.3.4 Estado de Flujo de Efectivo**

Es un estado contable básico que informa sobre las variaciones y movimientos de efectivo y sus equivalentes en un período determinado, asimismo suministra las bases para evaluar la capacidad que tiene la entidad para generar efectivo y equivalentes al efectivo. Está conformado por los siguientes elementos básicos: origen y aplicación de recursos.

- **Origen de recursos**

Son aumentos del efectivo, durante un periodo contable, provocados por la disminución de cualquier otro activo distinto al efectivo, el incremento de pasivos, o por incrementos al capital contable.



## **Tipos de origen de recursos**

- **De operación**

Son las que se obtienen como consecuencia de llevar a cabo las actividades que representan la principal fuente de ingresos para la entidad;

- **De inversión**

Son las que se obtienen por la disposición de activos de larga duración y, representan la recuperación del valor económico de los mismos; y

- **De financiamiento**

Son los recursos obtenidos de los acreedores financieros o, en su caso, de los propietarios de la entidad, para sufragar las actividades de operación e inversión.

- **Aplicación de Recursos**

Son disminuciones del efectivo, durante un periodo contable, provocadas por el incremento de cualquier otro activo distinto al efectivo, la disminución de pasivos, o por la disposición del capital contable, por parte de los propietarios de una entidad.

## **Tipos de aplicación de recursos**

- **De operación**

Son las que se aplican como consecuencia de realizar las actividades que representan la principal fuente de ingresos para la entidad;

- **De inversión**

Que son las que se aplican a la adquisición de activos de larga duración;

- **De financiamiento**

Que se aplican para restituir a los acreedores financieros, y a los propietarios de la entidad, los recursos que canalizaron en su momento hacia la entidad.

### **3.4 ANÁLISIS FINANCIERO**

El análisis financiero es un estudio que se hace con la información contable mediante la aplicación de técnicas y utilización de indicadores que permitan recolectar información relevante para llevar a cabo distintas mediciones y realizar conclusiones sobre las mismas.

El análisis financiero permite que la contabilidad sea útil, ya que si ésta no es interpretada no servirá de base para los directivos al momento de la toma de decisiones.

#### **3.4.1 Métodos de Análisis Financiero**

Briceño, H (2006), establece que: son procedimientos utilizados para simplificar, separar o reducir los datos descriptivos y numéricos que integran los Estados Financieros, con el objetivo de medir las relaciones en un solo período y los cambios presentados en varios ejercicios.

##### **3.4.1.1 Análisis Vertical**

Se emplea para analizar Estados Financieros como el Balance General y el Estado de Resultados, comparando las cifras en forma vertical. Es estático porque analiza y compara datos de un solo periodo.

Para efectuar el análisis vertical hay dos procedimientos:

##### **Procedimiento de porcentajes integrales**

Consiste en determinar la composición porcentual de cada cuenta del Activo, Pasivo y Patrimonio, tomando como base el valor del Activo total y el porcentaje que representa cada elemento del Estado de Resultados a partir de las Ventas netas.

Porcentaje integral = Valor parcial / valor base X 100

- **Procedimiento de razones simples**

El procedimiento de razones simples tiene un gran valor práctico, puesto que permite obtener un número ilimitado de razones e índices que sirven para determinar la liquidez, solvencia, estabilidad, solidez y rentabilidad además de la permanencia de sus inventarios en almacenamiento, los periodos de cobro de clientes y pago a proveedores y otros factores que sirven para analizar ampliamente la situación económica y financiera de una empresa.

#### **3.4.1.2 Análisis Horizontal**

Es un procedimiento que consiste en comparar Estados Financieros homogéneos en dos o más periodos consecutivos, para determinar los aumentos y disminuciones o variaciones de las cuentas, de un periodo a otro. Este análisis es de gran importancia para la empresa, porque mediante él se informa si los cambios en las actividades y si los resultados han sido positivos o negativos; también permite definir cuáles merecen mayor atención por ser cambios significativos en la marcha.

#### **3.4.1.3 Razones Financieras**

Según Gitman, Lawrence J. (2007):

Las razones financieras se dividen por conveniencia en cinco categorías básicas: razones de liquidez, actividad, deuda, rentabilidad y mercado. Las razones de liquidez, actividad y deuda miden principalmente el riesgo. Las razones de rentabilidad miden el retorno. Las razones de mercado determinan tanto el riesgo como el retorno.

- **Razones de Liquidez**

La liquidez de una empresa se mide según su capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo a medida que éstas llegan a su vencimiento. La liquidez se refiere a la solvencia de la posición financiera general de la empresa, es decir, la facilidad con la que ésta puede pagar sus cuentas. Debido a que una influencia común de los problemas financieros y la bancarrota es una liquidez baja o decreciente, estas razones proporcionan señales tempranas de problemas de flujo de efectivo y fracasos empresariales inminentes. Las dos medidas básicas de liquidez son la liquidez corriente y la razón rápida (prueba ácida).

- **Liquidez corriente**

La liquidez corriente mide la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. Se expresa de la manera siguiente:

$$\text{Liquidez corriente} = \text{Activos corrientes} / \text{Pasivos corrientes}$$

Por lo general, cuanto mayor es la liquidez corriente, más líquida es la empresa. La aceptabilidad de un valor depende de la industria en la que opera la empresa.

- **Razón rápida (prueba ácida)**

La razón rápida (prueba ácida) es similar a la liquidez corriente, con la excepción de que ésta excluye el inventario, que es comúnmente el activo corriente menos líquido. La liquidez generalmente baja del inventario se debe a dos factores principales: 1) muchos tipos de inventarios no se pueden vender fácilmente porque son productos parcialmente terminados, artículos con un propósito especial y situaciones semejantes; y 2) el inventario se vende generalmente a crédito, lo que significa que se convierte en una cuenta por cobrar antes de convertirse en efectivo. La razón rápida se calcula de la manera siguiente:

$$\text{Razón rápida} = \text{Activos corrientes} - \text{Inventario} / \text{Pasivos corrientes}$$

La razón rápida proporciona una mejor medida de la liquidez general sólo cuando el inventario de una empresa no puede convertirse fácilmente en efectivo. Si el inventario es líquido, la liquidez corriente es una medida preferible para la liquidez general.

- **Índices de Actividad**

Los índices de actividad miden qué tan rápido diversas cuentas se convierten en ventas o efectivo, es decir, entradas o salidas. Con respecto a las cuentas corrientes, las medidas de liquidez son generalmente inadecuadas porque las diferencias en la composición de los activos y pasivos corrientes de una empresa pueden afectar de manera significativa su “verdadera” liquidez. Por lo tanto, es importante ver más allá de las medidas de liquidez general y evaluar la actividad (liquidez) de las cuentas corrientes específicas. Existen varios índices disponibles para medir la actividad de las cuentas corrientes más importantes, entre las que se encuentran el inventario, las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar. También es posible evaluar la eficiencia con la que se usan los activos totales.

- **Rotación de inventarios**

La rotación de inventarios mide comúnmente la actividad o número de veces que se usan los inventarios de una empresa. Se calcula de la manera siguiente:

Rotación de inventarios= Costo de los bienes vendidos/ Inventario

La rotación resultante es significativa sólo cuando se compara con la de otras empresas de la misma industria o con la rotación pasada de los inventarios de la empresa. La rotación de los inventarios se puede convertir fácilmente en edad promedio de inventario al dividirla entre 365, el número supuesto de días que tiene un año, entre la rotación de los inventarios. Este valor también es visto como el número promedio de días que se requieren para vender el inventario. También se

puede calcular la rotación del inventario de materia prima y de productos en proceso.

➤ **Periodo promedio de cobro**

El periodo promedio de cobro, o edad promedio de las cuentas por cobrar, es útil para evaluar las políticas de crédito y cobro. Se calcula al dividir el saldo de las cuentas por cobrar entre las ventas diarias promedio:

Periodo promedio de cobro = Cuentas por cobrar/ Ventas diarias promedio

El periodo promedio de cobro es significativo sólo con relación a las condiciones de crédito de la empresa. También es posible que el periodo de cobro prolongado se deba a una relajación intencional de la supervisión de las condiciones de crédito en respuesta a las presiones competitivas.

➤ **Periodo promedio de pago**

El periodo promedio de pago, o edad promedio de las cuentas por pagar, se calcula de la misma manera que el periodo promedio de cobro:

Periodo promedio de pago = Cuentas por pagar/ Compras diarias promedio

La dificultad para calcular este índice se debe a la necesidad de calcular las compras anuales, un valor que no está disponible en los Estados Financieros publicados. Normalmente, las compras se calculan como un porcentaje específico del costo de los bienes vendidos. Los posibles prestamistas y proveedores de crédito comercial se interesan más en el periodo promedio de pago porque este índice proporciona información sobre los patrones de pago de las cuentas de la empresa.

### ➤ **Rotación de los activos totales**

La rotación de los activos totales indica la eficiencia con la que la empresa utiliza sus activos para generar ventas. La rotación de los activos totales se calcula de la manera siguiente:

Rotación de activos totales = Ventas/ Total de activos

Generalmente, cuanto mayor es la rotación de los activos totales de una empresa, mayor es la eficiencia con la que se han usado sus activos. Es probable que esta medida sea muy importante para la administración porque indica si las operaciones de la empresa han sido eficientes financieramente.

- **Razones de Endeudamiento**

La posición de deuda de una empresa indica el monto del dinero de otras personas que se usa para generar utilidades. En general, un analista financiero se interesa más en las deudas a largo plazo porque éstas comprometen a la empresa con un flujo de pagos contractuales a largo plazo. Cuanto mayor es la deuda de una empresa, mayor es el riesgo de que no cumpla con los pagos contractuales de sus pasivos y llegue a la quiebra.

Cuanta más deuda utiliza una empresa con relación a sus activos totales, mayor es su apalancamiento financiero. El apalancamiento financiero es el aumento del riesgo y retorno introducido a través del uso del financiamiento de costo fijo, como la deuda y acciones preferentes. Cuanto mayor es la deuda de costo fijo que utiliza la empresa, mayor será su riesgo y retorno esperados.

### ➤ **Índice de endeudamiento**

El índice de endeudamiento mide la proporción de los activos totales que financian los acreedores de la empresa. Cuanto mayor es el índice, mayor es el monto del



dinero de otras personas que se usa para generar utilidades. El índice se calcula de la manera siguiente:

Índice de endeudamiento = Total de pasivos/ Total de activos

Cuanto más alto es este índice, mayor es el grado de endeudamiento de la empresa y mayor su apalancamiento financiero.

➤ **Razón de cargos de interés fijo**

La razón de cargos de interés fijo, denominada en ocasiones razón de cobertura de intereses, mide la capacidad de la empresa para realizar pagos de intereses contractuales. Cuanto más alto es su valor, mayor es la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de intereses. La razón de cargos de interés fijo se calcula de la manera siguiente:

Razón de cargos de interés fijo = Ganancias antes de intereses e impuestos/  
Intereses

La cifra de las ganancias antes de intereses e impuestos es la misma que la cifra de la utilidad operativa presentada en el estado de pérdidas y ganancias.

➤ **Índice de cobertura de pagos fijos**

El índice de cobertura de pagos fijos mide la capacidad de la empresa para cumplir con todas sus obligaciones de pagos fijos, como los intereses y el principal de préstamos, pagos de arrendamiento, y dividendos de acciones preferentes. Tal como sucede con la razón de cargos de interés fijo, cuanto más alto es el valor de éste índice, mejor. La fórmula para calcular el índice de cobertura de pagos fijos es:

Índice de cobertura de pagos fijos= Ganancias antes de intereses e impuestos + Pagos de arrendamiento/ Intereses + Pagos de arrendamiento + {(Pagos del principal + Dividendos de acciones preferentes) × [1/(1 -  $\lambda$ )]}

Donde  $I$  es la tasa fiscal corporativa aplicable al ingreso de la empresa. El término  $1 / (1 - I)$  se incluye para ajustar el principal después de impuestos y los pagos de dividendos de acciones preferentes con un equivalente antes de impuestos que es congruente con los valores antes de impuestos de todos los demás términos.

Al igual que la razón de cargos de interés fijo, el índice de cobertura de pagos fijos mide el riesgo. Cuanto menor es el índice, mayor es el riesgo para los prestamistas y propietarios; cuanto mayor es el índice, menor es el riesgo. Este índice permite a las partes interesadas evaluar la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de pagos sin llegar a la quiebra.

- **Índices de Rentabilidad**

Existen muchas medidas de rentabilidad. Como grupo, estas medidas permiten a los analistas evaluar las utilidades de la empresa con respecto a un nivel determinado de ventas, cierto nivel de activos o la inversión de los propietarios. Sin utilidades, una empresa no podría atraer capital externo.

- **Margen de utilidad bruta**

El margen de utilidad bruta mide el porcentaje de cada dólar de ventas que queda después de que la empresa pagó sus bienes. Cuanto más alto es el margen de utilidad bruta, mejor (es decir, es menor el costo relativo de la mercancía vendida). El margen de utilidad bruta se calcula de la manera siguiente:

Margen de utilidad bruta =  $\text{Ventas} - \text{Costo de los bienes vendidos} / \text{Ventas} = \text{Utilidad bruta} / \text{Ventas}$ .

- **Margen de utilidad operativa**

El margen de utilidad operativa mide el porcentaje de cada dólar de ventas que queda después de que se dedujeron todos los costos y gastos, excluyendo los intereses, impuestos y dividendos de acciones preferentes. Representa las

“utilidades puras” ganadas sobre cada dólar de ventas. La utilidad operativa es “pura” porque mide sólo la utilidad ganada en las operaciones e ignora los intereses, los impuestos y los dividendos de acciones preferentes. Es preferible un margen de utilidad operativa alto. El margen de utilidad operativa se calcula de la manera siguiente:

Margen de utilidad operativa = Utilidad operativa/ Ventas

➤ **Margen de utilidad neta**

El margen de utilidad neta mide el porcentaje de cada dólar de ventas que queda después de que se dedujeron todos los costos y gastos, incluyendo intereses, impuestos y dividendos de acciones preferentes. Cuánto más alto es el margen de utilidad neta de la empresa, mejor. El margen de utilidad neta se calcula de la manera siguiente:

Margen de utilidad neta = Ganancias disponibles para los accionistas comunes /Ventas

El margen de utilidad neta es una medida comúnmente referida que indica el éxito de la empresa con respecto a las ganancias obtenidas de las ventas. Los márgenes de utilidad neta “adecuados” difieren considerablemente entre las industrias.

➤ **Ganancias por acción (UPA)**

Las ganancias por acción de la empresa son en general importantes para los accionistas presentes o futuros y para la administración. Como mencionamos anteriormente, las UPA representan el monto en dólares obtenido durante el periodo para cada acción común en circulación. Las ganancias por acción se calculan de la manera siguiente:

Ganancias por acción = Ganancias disponibles para los accionistas comunes/  
Número de acciones comunes en circulación

➤ **Rendimiento sobre los activos totales (ROA)**

El rendimiento sobre los activos totales (ROA, por sus siglas en inglés, return on total assets), denominado con frecuencia retorno de la inversión, mide la eficacia general de la administración para generar utilidades con sus activos disponibles. Cuanto más alto es el rendimiento sobre los activos totales de la empresa, mejor. El rendimiento sobre los activos totales se calcula de la manera siguiente:

Rendimiento sobre los activos totales = Ganancias disponibles para los accionistas comunes/ Total de activos.

➤ **Retorno sobre el patrimonio (ROE)**

El retorno sobre el patrimonio mide el retorno ganado sobre la inversión de los accionistas comunes en la empresa. Generalmente, cuanto más alto es éste rendimiento, más ganan los propietarios. El retorno sobre el patrimonio se calcula de la manera siguiente:

Retorno sobre el patrimonio = Ganancias disponibles para los accionistas comunes/  
Capital en acciones comunes.

• **Razones de Mercado**

Las razones de mercado relacionan el valor de mercado de la empresa, medido por el precio de mercado de sus acciones, con ciertos valores contables. Estas razones dan una explicación muy clara sobre qué tan bien se desempeña la empresa en cuanto al riesgo y retorno, según los inversionistas del mercado. Reflejan, de manera pertinente, la evaluación que hacen los accionistas comunes de todos los aspectos del rendimiento pasado y futuro de la empresa. Aquí se consideran dos

razones populares de mercado, una que se centra en las ganancias y otra que toma en cuenta el valor en libros.

➤ **Relación precio/ganancias (P/E)**

La relación precio/ganancias se usa generalmente para evaluar la estimación que hacen los propietarios del valor de las acciones. La relación P/E mide la cantidad que los inversionistas están dispuestos a pagar por cada dólar de las ganancias de una empresa. El nivel de esta razón indica el grado de confianza que los inversionistas tienen en el rendimiento futuro de la empresa. Cuanto mayor sea la relación P/E, mayor será la confianza de los inversionistas. La relación P/E se calcula de la manera siguiente:

Relación precio/ganancias (P/E) = Precio de mercado por acción común/ Ganancias por acción.

La relación P/E proporciona más información cuando se aplica al análisis de una muestra representativa usando un promedio industrial de la relación P/E o la relación P/E de una empresa de referencia.

➤ **Razón mercado/libro (M/L)**

La razón mercado/libro (M/L) proporciona una evaluación de cómo los inversionistas ven el rendimiento de la empresa. Relación del valor de mercado de las acciones de la empresa con su valor en libros (estrictamente contable). Para calcular la razón M/L de la empresa, primero debemos obtener el valor en libros por acción común:

Valor en libros por acción común = Capital en acciones comunes/ Número de acciones comunes en circulación

La fórmula para calcular la razón mercado/libro es:

Razón mercado/libro (M/L) = Precio de mercado por acción común/ Valor en libros por acción común.

#### **3.4.1.4 Método DUPONT**

El sistema DUPONT es una de las razones financieras de rentabilidad más importantes en el análisis del desempeño económico y operativo de una empresa.

El sistema DUPONT integra o combina los principales indicadores financieros con el fin de determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos, su capital de trabajo y el multiplicador de capital (Apalancamiento financiero).

En principio, el sistema DUPONT reúne el margen neto de utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y de su apalancamiento financiero.

Estas tres variables son las responsables del crecimiento económico de una empresa, la cual obtiene sus recursos o bien de un buen margen de utilidad en las ventas, o de un uso eficiente de sus activos fijos lo que supone una buena rotación de estos, lo mismo que el efecto sobre la rentabilidad que tienen los costos financieros por el uso de capital financiado para desarrollar sus operaciones.

Partiendo de la premisa que la rentabilidad de la empresa depende de dos factores como es el margen de utilidad en ventas, la rotación de los activos y del apalancamiento financiero, se puede entender que el sistema DUPONT lo que hace es identificar la forma como la empresa está obteniendo su rentabilidad, lo cual le permite identificar sus puntos fuertes o débiles.

- **Variables del sistema DUPONT**

- ❖ **Margen de utilidad en ventas**

Existen productos que no tienen una alta rotación, que solo se venden uno a la semana o incluso al mes. Las empresas que venden este tipo de productos dependen en buena parte del margen de utilidad que les queda por cada venta.

Manejando un buen margen de utilidad les permite ser rentables sin vender una gran cantidad de unidades.

Las empresas que utilizan este sistema, aunque pueden tener una buena rentabilidad, no están utilizando eficientemente sus activos ni capital de trabajo, puesto que deben tener un capital inmovilizado por un mayor tiempo.

❖ **Uso eficiente de sus activos fijos.**

Caso contrario al anterior se da cuando una empresa tiene un margen menor en la utilidad sobre el precio de venta, pero que es compensado por la alta rotación de sus productos (uso eficiente de sus activos). Un producto que solo tenga una utilidad del 5% pero que tenga una rotación diaria, es mucho más rentable que un producto que tiene un margen de utilidad del 20% pero que su rotación es de una semana o más.

Lo anterior significa que no siempre la rentabilidad está en vender a mayor precio sino en vender una mayor cantidad a un menor precio.

❖ **Multiplicador del capital.**

Corresponde al también denominado apalancamiento financiero que consiste en la posibilidad que se tiene de financiar inversiones sin necesidad de contar con recursos propios.

Para poder operar, la empresa requiere de unos activos, los cuales solo pueden ser financiados de dos formas; en primer lugar por aportes de los socios (Patrimonio) y en segundo lugar créditos con terceros (Pasivo).

Así las cosas, entre mayor sea capital financiado, mayores serán los costos financieros por este capital, lo que afecta directamente la rentabilidad generada por los activos.

Es por eso que el sistema DUPONT incluye el apalancamiento financiero (Multiplicador del capital) para determinar la rentabilidad de la empresa, puesto que todo activo financiado con pasivos supone un costo financiero que afecta directamente la rentabilidad generada por el margen de utilidad en ventas y/o por la eficiencia en la operación de los activos. De poco sirve que el margen de utilidad sea alto o que los activos se operen eficientemente si se tienen que pagar unos costos financieros elevados que terminan absorbiendo la rentabilidad obtenida por los activos.

Por otra parte, la financiación de activos con pasivos tiene implícito un riesgo financiero al no tenerse la certeza de si la rentabilidad de los activos puede llegar a cubrir los costos financieros de su financiación.

#### ❖ **Cálculo del índice DUPONT**

Sistema DUPONT = (Utilidad neta/ventas)\*(ventas/activo total)\*(Multiplicador del capital)

El primer factor del Sistema Du-Pont corresponde a la primera variable (Margen de utilidad en ventas), el segundo factor corresponde a la rotación de activos totales (eficiencia en la operación de los activos) y el tercer factor corresponde al apalancamiento financiero.

#### **3.4.1.5 Método de Tendencias**

Es el método de análisis que consiste en observar el comportamiento de las cifras de los Estados Financieros con base a su comportamiento histórico, para detectar algunos cambios significativos que pueden tener su origen en errores administrativos. Comparando las diferentes cifras de los Estados Financieros.



Este método nos permite conocer la dirección y velocidad de los cambios que se han dado en la situación financiera de la empresa a través del tiempo, por lo que se considera como un método de análisis horizontal.

Al igual que el método de porcentajes integrales, este nos ayuda a la detección de fallas; pero es solamente un método explorativo, por lo que siempre es necesario investigar más a fondo para encontrar las causas de las fallas.

Para efectuar un análisis mediante este método, es necesario determinar los cambios sufridos en los saldos de los rubros de los Estados Financieros que nos interesa analizar.

El análisis de tendencias nos permite conocer el desarrollo financiero de una empresa.

- **Año base e índices de tendencias**

La aplicación de este método requiere de la elección de un año base que va a servir como referencia o punto de partida de tus cálculos para poder observar la tendencia que está siguiendo cada concepto.

Para calcular los cambios sufridos en cada rubro una vez determinada la base, solamente se debe dividir el saldo del rubro de cada año que interesa, entre el saldo base y el resultado se multiplica por 100, con lo que se obtiene un resultado conocido como índice de tendencia.

Para calcular los cambios sufridos en cada año y en cada rubro, es necesario determinar el índice de tendencia respectivo.

- **Fórmula para el cálculo del índice de tendencia**

$$\text{Índice de tendencia} = \frac{\text{Saldo del año en cuestión}}{\text{Saldo del año base}} \times (100)$$

Una vez obtenidos los índices, es muy conveniente graficarlos para ver con claridad cómo se está comportando la empresa financieramente.

### **3.5 BOLSA DE VALORES DE NICARAGUA**

#### **3.5.1 ¿Qué es la BVDN?**

La Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN) es fruto de una iniciativa del sector privado nicaragüense fundada con el objetivo de impulsar el desarrollo y modernización del sistema financiero nicaragüense, en el marco de un proceso de liberalización de mercados emprendidos desde el año de 1990.

Esta institución es una sociedad anónima, de carácter privado, fundada por la mayoría de los bancos privados y estatales, y por grupos empresariales sólidos representativos de diferentes sectores de la economía nacional.

La Bolsa de Valores de Nicaragua ofrece a los inversionistas y emisores de valores, residentes y no residentes en nuestro país, una plataforma eficiente para realizar sus operaciones en el marco de una economía completamente libre y abierta al exterior.

La Bolsa es una empresa que registra y autoriza emisiones de valores a negociarse a través de los Puestos de Bolsa acreditados, desarrolla los mecanismos de negociación de valores, supervisa la ejecución de transacciones de valores regulando el buen fin de las mismas, informa sobre las transacciones que se realizan en su seno y promueve el mercado de valores nicaragüense.

#### **3.5.2 Principales características del mercado de valores en Nicaragua**

- La BVDN y los Puestos de Bolsa han desarrollado un mercado dinámico y de rápido crecimiento.
- En la BVDN se negocian instrumentos financieros de renta fija con altos rendimientos en dólares y en moneda local indexada al dólar.
- No hay ningún tipo de restricción sobre entradas y salidas a flujos de capital extranjeros.

- La custodia y liquidación de valores es especializada.
- Existe un marco regulatorio eficaz sobre la actividad bursátil.
- Existe una amplia red de casas corredoras establecidas, con relaciones internacionales y en la región centroamericana.

### **3.5.3 Mercados de la Bolsa de Valores de Nicaragua**

Todas las transacciones realizadas en el seno de la Bolsa de Valores de Nicaragua se realizan a través de un sistema de negociación electrónico en el cual todos los Puestos de Bolsa están conectados a una red informática que administra la BVDN. A través de un software desarrollado por la BVDN los puestos de bolsa venden y compran valores en el mercado primario, secundario, opciones y reportos. Asimismo los Puestos de Bolsa tienen acceso a todas las informaciones históricas contenidas en las bases de datos.

- **Tipos de mercados que se transan en Nicaragua:**

- Mercado Primario.
- Mercado Secundario.
- Mercado de Opciones.
- Mercado de Reportos y Cesiones.

### **3.5.4 Ventajas de financiarse en la bolsa de valores de Nicaragua**

- **Costos de financiamiento más bajos y mejores rendimientos por la inversión**

Al ofrecer un encuentro directo con los inversionistas se reducen los costos de intermediación financiera, lo que posibilita que generalmente la tasa de interés que paga el emisor sea menor que la que le cobraría el sistema financiero por un crédito y al mismo tiempo los inversionistas pueden conseguir una mejor tasa que la que le pagaría el sistema financiero por los depósitos.

Por otro lado, generalmente no se requiere otorgar garantías específicas para la contratación de una deuda colectiva. Las emisiones de valores se respaldan con el crédito general de la empresa.

- **Flexibilidad en las condiciones de tasa, plazo y cuotas de pago según sus necesidades**

Las empresas pueden reestructurar sus deudas, reemplazando compromisos actuales a un plazo y costo más conveniente, reduciendo el riesgo de incumplimiento de pago. La empresa decide como amortizarlo y como cancelar los intereses, pudiendo hacerlo al vencimiento o con pagos periódicos según su conveniencia, lo cual reduce la presión sobre su flujo de efectivo y mejora el aprovechamiento del efectivo o costo de oportunidad, pues le permite utilizar los recursos en proyectos que le generen mayor rentabilidad.

- **Diversificación de las fuentes de financiamiento**

La diversificación de fuentes de financiamiento le permite a las empresas ordenar su estructura de deuda y reducir el costo ponderado de la misma. Esto es posible mediante la diferenciación en la utilización de recursos de corto plazo para capital de trabajo, y de largo plazo para financiar las actividades de expansión y desarrollo. En caso, por ejemplo, de optar por la venta de acciones, esto le permite financiar el crecimiento de su empresa sin afectar su relación de deuda patrimonio, facilitando el manejo de recursos para proyectos de largo plazo, pues las acciones no tienen plazo de vencimiento, ni obligaciones de pago predeterminadas y en caso de pérdidas éstas son compartidas con los inversionistas.

- **Acceso a una amplia comunidad de inversionistas atraídos por las ventajas de invertir en Bolsa**

La BVDN ofrece el acceso a una amplia gama de inversionistas que a su vez son atraídos por una amplia gama de opciones para invertir. El inversionista tiene acceso las 24 horas del día a información actualizada con la cual puede evaluar cada alternativa de inversión, sus riesgos, rendimientos y condiciones generales, teniendo además la tranquilidad que sobre todas ellas se están aplicando mecanismos de supervisión independientes, con la intención de protegerlo y mantenerlo debidamente informado y además que independientemente del plazo de vencimiento de los valores en los que invierta, si lo desea, puede venderlos en cualquier momento en el mercado secundario o colocarlos en el mercado de reporto, lo cual le representa una mayor liquidez sobre su inversión.

- **Prestigio para su institución o negocio**

La imagen de la empresa emisora mejora por la publicidad que el mercado proporciona a través de los medios de comunicación. Esta difusión apoya las relaciones externas de la compañía, con sus clientes, proveedores y fondeadores, complementando con gran eficiencia los esfuerzos del marketing y publicidad convencionales. La propia admisión a Bolsa supone un reconocimiento a la solvencia y eficiencia de la empresa grado de organización y control. El estar expuesto a la evaluación de los inversionistas genera un incentivo constante a incrementar la competitividad de la empresa.

### **3.5.5 Alternativas de Financiamiento en la Bolsa de Valores de Nicaragua**

En principio se tiene la alternativa de emitir valores para ser ofrecidos públicamente o para ser colocados de forma privada. En ambos casos su negociación puede realizarse por medio de la BDVN, pero en ruedas de negociación separadas.

### **3.5.6 Los principales problemas que afronta la BDVN**

- Necesidad de una cartera de nuevos productos.
- Falta de cultura y de conocimiento, tanto por parte de los inversionistas como por parte de las empresas que no se atreven a emitir acciones por medio de ésta.

Las principales causantes de que las personas no quieran invertir en bolsa es la falta de cultura y de conocimiento ya que muchas personas prefieren mantener su dinero ahorrado en el banco porque creen que ahí está más seguro que invirtiéndolo en la compra de títulos valores cuando en realidad es donde obtienen mayores beneficios (Aversión al riesgo).

Las causantes de que las empresas no quieran emitir títulos valores radica en que prefieren financiarse a través de préstamos bancarios y no con emisión de títulos, esto a la vez nos lleva a otro problema que es la dificultad que tienen las mismas para que el público, la competencia, los clientes, etc. tengan conocimiento de todos sus movimientos, pues como ya se sabe las empresas emisoras deben brindar toda su información al público en general tal como Estados Financieros auditados, cambios de dirigentes, inversiones que realiza, proyecciones, estrategias, etc.

El nicaragüense invierte mucho en lo que es renta fija. Por ello se brinda atención personalizada a los clientes para mantener la calidad en el servicio, así mismo se están haciendo alianzas con otras bolsas a nivel internacional.

## 3.6 FACTORAJE

### 3.6.1 Conceptos Básicos del Factoraje

El Factoraje consiste en la venta de las cuentas por cobrar. Una empresa puede convertir sus facturas en dinero cediéndole sus derechos a una Sociedad de Factoraje, la cual descuenta o anticipa el importe a la empresa una vez deducidos los intereses.

Es un financiamiento a corto plazo respaldado fundamentalmente por documentos mercantiles comunes de crédito tales como: facturas, pagares, cheques, contratos y otros documentos mercantiles. El factoraje ofrece de manera ágil la liquidez necesaria al capital de trabajo de negocios.

Prestatario, Cedente o Cliente: Es la empresa que vende sus Cuentas por Cobrar, las que se originaron a partir de la venta de bienes o servicios al crédito. Por lo general, estas empresas son fabricantes relativamente pequeños que venden de manera repetitiva a un gran número de clientes industriales o distribuidores.

Factor: Es una institución financiera que compra las Cuentas por Cobrar. Generalmente el factor acepta todos los riesgos de crédito relacionado con las cuentas por cobrar que compra. Aunque el factor es la principal institución de factorización algunos Bancos Comerciales y Compañías financieras comerciales factorizan cuentas por cobrar.

Comprador u obligado: Es la empresa que compra bienes o servicios al crédito y que se ha convertido en deudor de la empresa vendedora, la que notificara que ha factorizado sus Cuentas por Cobrar, por tanto el comprador estará obligado a pagar al factor.



Factorado: Es la persona natural o jurídica que utiliza el servicio de Factoraje. Se denomina también Cedente o Cliente.

### **3.6.2 Generalidades del Factoraje**

Hoy en día las ventas al crédito constituyen un sistema indispensable para la adecuada gestión comercial; sin financiamiento accesible la producción y comercialización de bienes y servicios se vería notablemente obstaculizada. Basta visitar cualquier establecimiento comercial para comprobar que en nuestro país el crédito se ha erigido como el principal elemento de comercio; sin embargo no deja de tener algunos inconvenientes.

Es así como surge el Factoraje, el cual consiste en un contrato por el cual un empresario recibe de una entidad financiera financiamiento, a través del anticipo de los montos de los créditos, contenidos en facturas, pagares u otros títulos de crédito que posee el empresario de sus clientes, lo que contribuye a que el empresario obtenga un sistema atractivo de créditos, sin afectar su liquidez. Otro servicio que brinda la sociedad de Factoraje es el de gestión de cobranza, que incluye el manejo de la cartera de dichos créditos y el cobro de sus deudores. El empresario debe comprometerse a pagar un determinado precio a la Sociedad de Factoraje.

La entidad financiera que brinda el servicio de Factoraje asegura al cliente (empresario) el financiamiento del 80% ó 90% del valor de los créditos cedidos, en tanto el cliente está obligado a firmar una letra de cambio por el valor total de los mismos. Habiendo ya ejercido la gestión de cobranza a los terceros deudores por el 100% de los créditos, la entidad financiera recupera el 80% o 90% que fue objeto de financiamiento, y del restante se deduce la comisión por dicho financiamiento más la comisión por la gestión de cobranza, devolviéndole a la empresa-cliente el remanente final.

Para optar al Factoraje la entidad financiera requiere únicamente de la Escritura de Constitución de la empresa que lo solicita, del Poder de su representante legal y de los balances contables de dicha empresa, luego el cliente procede a llenar una solicitud de financiamiento y finalmente se suscribe un contrato de Cesión de Créditos, en donde se hace constar el derecho de cobranza a los terceros deudores de parte de la institución financiera.

El contrato de Factoraje permite a los comerciantes acelerar la rotación de capital circulante y por ende tener un mayor volumen de negocio, convirtiéndose así en una figura muy importante para el empresario nicaragüense por las ventajas que supone. El contrato de Factoraje resulta muy atractivo para la grande, mediana y pequeña empresa en Nicaragua, ya que es una opción que otorga mayor flexibilidad en los aspectos financieros de la empresa, y todo ello recurriendo a los servicios de una misma entidad.

### **3.6.3 Costo Financiero del Factoraje**

El costo del Factoraje lo determinan: La comisión de la administración y el porcentaje de descuento aplicado. La comisión de administración que se le denomina comisión por factura cedida oscila entre el 1% y 3% del volumen nominal cedido. El segundo componente del coste es el porcentaje aplicado, es decir, los intereses, que se suelen situar en un 1% o 2% por encima del descuento bancario.

### **3.6.4 Tipos de Factoraje y sus Modalidades**

Los Tipos de Factoraje son:

- **Factoraje sin garantía o sin recurso**

El factoraje sin recurso implica la compraventa de facturas por el cien por ciento (100%) del valor de las mismas menos un porcentaje o diferencia de precio, sin requerir de garantía adicional a las facturas objeto de la

transacción de compraventa. La empresa de factoraje asume totalmente el riesgo de incobrabilidad del deudor.

- **Factoraje con garantía o con recurso**

El factoraje con garantía o con recurso implica el otorgamiento de un financiamiento de parte del factor a favor del Factorado quedando en garantía el cien por ciento (100%) de las facturas descontadas. El Factorado recibe un anticipo financiero por una parte del valor de dichas facturas, sin asumir la empresa de factoraje el riesgo de incobrabilidad del deudor. Adicional a las facturas descontadas, y por mutuo acuerdo entre las partes, el Factorado puede ofrecer una garantía adicional satisfactoria que respalde el adelanto recibido.

Los tipos de factoraje podrán materializarse por cualquiera de las modalidades siguientes:

- **Factoraje nacional**

Es el realizado con documentos de crédito representativos de compraventas dentro del país.

- **Factoraje exportación**

Corresponde a la compra de documentos de crédito que documentan ventas al exterior, pudiendo asegurar la empresa de factoraje la cobrabilidad mediante un seguro de crédito con una compañía aseguradora o con otra empresa de factoraje del país del importador.

- **Factoraje de importación**

Es la compra de documentos de créditos que exportadores de un país otorgaron a importadores de otro país, para asegurar la cobrabilidad incluyendo los servicios de gestión de cobranza y transferencia de los fondos al país del exportador.

- **Factoraje corporativo**

Es la cesión global de las cuentas a cobrar de una empresa. La empresa de factoraje podrá realizar adelantos financieros a los proveedores, así como el pago de cuentas por cobrar o salarios.

- **Factoraje de créditos por ventas ya realizadas**

Corresponden a mercadería o servicios ya recibidos por el comprador.

- **Factoraje a proveedores**

Corresponde a la venta del documento de crédito por el proveedor al Factor antes del vencimiento de la obligación, quien pagará al proveedor el monto del crédito y cobrará al deudor.

- **Factoraje al vencimiento**

Se basa en descontar la factura al momento que se vence, asumiendo el costo financiero el cedente o pagador.

### **3.6.5 Sociedades de Factoraje**

Las Empresas de factoraje podrán realizar las operaciones siguientes:

- Celebrar contratos de factoraje;
- Obtener préstamos y créditos de instituciones financieras nacionales e internacionales, destinadas a la realización de las operaciones propias de su giro de negocios o para cubrir necesidades de liquidez relacionadas con su objeto social;
- Obtener créditos, mediante la suscripción de valores en serie para su colocación pública, de acuerdo con la ley de la materia;
- Descontar, dar en garantía o negociar en cualquier forma los derechos de créditos provenientes de los contratos de factoraje
- Adquirir bienes muebles e inmuebles;
- Prestar servicios de administración y cobranza de derechos de crédito;
- Realizar inversiones propias en otras actividades comerciales dentro de su objeto social.

En Nicaragua existen las siguientes sociedades de factoraje: CrediFactor S.A, Afinsa Factoring, Factoring S.A, Banpro Factoring, Lafise Factoring y BAC Factoraje. (Ver anexo 1 y 2)

### **3.6.6 Obligaciones del Factorado y del Factor**

Son obligaciones del Factorado las siguientes:

- Ceder los créditos y derechos accesorios que den origen sus ventas;
- Garantizar la existencia real y lícita de los créditos cedidos al momento de celebrar el contrato;

- Notificar a sus clientes en su domicilio, de la firma del contrato con la empresa de factoraje en un plazo no mayor de cinco días hábiles contados a partir de la suscripción del mismo;
- Facilitar a la empresa de factoraje, información financiera y contable así como los pagos recibidos directamente de sus clientes cuando esta lo requiera;
- No intervenir en la gestión de cobro, salvo pacto en contrario;
- Responder por el incumplimiento de los créditos cedidos siempre y cuando se haya pactado conforme al tipo de Factoraje que prevé esta responsabilidad;
- Llevar de manera ordenada y separada los contratos y registros contables.

Son obligaciones de las Empresas de Factoraje las siguientes:

- Garantizar el resguardo de toda la documentación entregada por el Factorado;
- Gestionar y cobrar los créditos por cuenta propia, salvo pacto en contrario;
- Respetar las fechas de vencimiento de las facturas para proceder al cobro;
- Asumir el riesgo de insolvencia, salvo pacto en contrario;
- Llevar de manera ordenada y por separada en sus registros contables los contratos de los Factorados.

Las Empresas de factoraje tienen prohibido:

- Captar depósitos de dinero del público bajo cualquier modalidad.
- Otorgar fianzas o cauciones;
- Vender bienes adjudicados a empresas relacionadas a sus socios, los directores o gerentes, ejecutivos principales, su cónyuge o parientes dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad.

### 3.6.7 Ventajas e Inconvenientes Del Factoraje

- **Ventajas**

- Ahorro de tiempo, ahorro de gastos, y precisión de la obtención de informes.
- Permite la máxima movilización de la cartera de deudores y garantiza el cobro de todos ellos.
- Simplifica la contabilidad, ya que mediante el contrato de Factoring el usuario pasa a tener un solo cliente, que paga al contado.
- Saneamiento de la cartera de clientes.
- Permite recibir anticipos de los créditos cedidos.
- Reduce el endeudamiento de la empresa contratante. No endeudamiento: Compra en firme y sin recurso.
- Se puede comprar de contado obteniendo descuentos.
- Para el personal directivo, ahorro de tiempo empleado en supervisar y dirigir la organización de una contabilidad de ventas.
- Puede ser utilizado como una fuente de financiación y obtención de recursos circulantes.
- Las facturas proporcionan garantía para un préstamo que de otro modo la empresa no sería capaz de obtener.
- Reduce los costos de operación, al ceder las Cuentas por cobrar a una empresa que se dedica a la factorización.
- Proporciona protección en procesos inflacionarios al contar con el dinero de manera anticipada, con los que no pierde poder adquisitivo.
- En caso del Factoring internacional, se incrementan las exportaciones al ofrecer una forma de pago más competitiva.
- Eliminación del Departamento de Cobros de la empresa, como normalmente el factor acepta todos los riesgos de créditos debe cubrir los costos de cobranza.

- Asegura un patrón conocido de flujos de caja. La empresa que vende sus Cuentas por Cobrar sabe que recibe el importe de las cuentas menos la comisión de factorización en una fecha determinada, lo que da planeación del flujo de caja de la empresa.

- **Inconvenientes**

- El factor puede no aceptar algunos de los documentos de su cliente.
- No es una forma de financiamiento de largo plazo.
- El cliente queda sujeto al criterio de la sociedad factor para evaluar el riesgo de los distintos compradores.
- El factor sólo comprará las Cuentas por Cobrar que quiera, por lo que la selección dependerá de la calidad de las mismas, es decir, de su plazo, importe y posibilidad de recuperación.



## 3.7 PROYECCIONES FINANCIERAS

### 3.7.1 Concepto

Se trata del análisis que se desarrolla para anticipar cuáles serán las eventuales ganancias o pérdidas de un proyecto comercial. A partir de una proyección financiera, un empresario o un emprendedor cuentan con información valiosa para tomar decisiones sobre sus negocios además es una carta de presentación para las fuentes de financiación, nuevos inversores y proyectos.

Las proyecciones financieras son una herramienta para la gestión y la planificación del negocio, puesto que fijan los objetivos y sientan las bases para el control del cumplimiento de los mismos.

Lo habitual es que las proyecciones financieras se realicen en base a diferentes escenarios. De este modo, el empresario podrá ir definiendo estrategias para uno u otro contexto.

Las proyecciones financieras son muy importantes a la hora de solicitar financiamiento para un proyecto. Supongamos que un emprendedor se reúne con posibles inversores para solicitar fondos. Este emprendedor realiza una proyección financiera para demostrar que, si recibe el dinero necesario para poner en marcha su proyecto, obtendrá ganancias que permitirán a los inversores recuperar su dinero en pocos meses e incluso obtener utilidades en menos de un año.

### 3.7.2 Funciones y Usos de las Proyecciones Financieras

La duración de las proyecciones financieras depende del tipo de negocio y de los mercados, en el que se desarrolle la actividad.

Entre sus principales funciones y usos están:

- Demostrar la fiabilidad y estabilidad del proyecto de cara a la financiación por parte de terceros (bancos, entidades de crédito, estado, etc). La proyección de Estados Financieros es fundamental en el mundo empresarial, y especialmente en las pequeñas y medianas empresas porque cuando se demuestra que existe una oportunidad de negocio, resulta más factible adquirir los recursos necesarios para acometer el proyecto.
- Búsqueda de otros socios para acometer nuevos proyectos o expandirse.
- Búsqueda de subvenciones del estado o de entidades privadas.

### **3.7.3 Análisis de Sensibilidad**

El Análisis de Sensibilidad busca medir cómo se afecta la rentabilidad de un proyecto, cuando una o varias variables que conforman los supuestos, bajo los cuales se elaboraron las proyecciones financieras, se modifican.

El análisis se realiza considerando conjuntos alternativos de coeficientes, que reflejan distintas situaciones (por ejemplo, condiciones de funcionamiento con criterio optimista, pesimista, más probable).

Cuando sólo una de las variables se modifica, nos encontramos frente al análisis de sensibilidad por variables (o unidimensional) si, en cambio, más de una cambia de valor, entonces estamos ejecutando un análisis de sensibilidad por escenarios (también conocido como multidimensional).

El efecto que producen las modificaciones de las variables son fundamentales para el análisis de: el resultado ordinario, el excedente operativo, el rendimiento, el endeudamiento.

### **3.8 RIESGO EMPRESARIAL**

#### **3.8.1 Factores de Riesgo en la Emisión y en la Industria**

- Riesgo del Emisor
- Riesgo de la Industria
- Riesgo Macroeconómico o Sistemático
- Administración de Riesgos de CrediFactor, S.A.

#### **3.8.2 Concepto**

Los factores de riesgo definen algunas situaciones, circunstancias o eventos que pueden suscitarse en la empresa y reducir o limitar el rendimiento y liquidez de los valores objeto de la oferta pública y traducirse en pérdidas para el inversionista. Las siguientes clasificaciones servirán de orientación para evaluar el efecto que éstos podrían tener a la hora de invertir.

#### **3.8.3 Riesgo del emisor**

En vista de que la principal fuente de pago de la presente emisión de Valores Estandarizados de Renta Fija proviene de los diferentes recursos financieros de la empresa emisora, y de que no se ha constituido ningún fondo específico de repago del valor nominal de la presente emisión, el desempeño de la empresa representa riesgo para el inversionista.

CrediFactor como empresa que forma parte del mercado financiero, presenta riesgos propios de la intermediación financiera que pueden tener mayor o menor incidencia de acuerdo a:

- **Riesgo crediticio**

Se asocia más con la intermediación financiera y se refiere a la cartera de préstamos. Este riesgo es originado por la falta de cumplimiento por parte del deudor para satisfacer los pagos de sus operaciones.

- **Riesgo de concentración**

Se da cuando la entidad concentra su cartera activa en un solo sector o grupo. Esta a su vez se divide en:

- Riesgo geográfico: Consiste en concentrar las actividades en una determinada zona que se expone a eventos que pueden afectar la situación económica, social, política y natural.
- Riesgo sectorial: Está vinculado con el riesgo de concentrar la cartera activa en pocos sectores económicos de la economía.

- **Riesgo tecnológico**

Concierne a los problemas que se pueden dar en esta área como banco de datos, transferencias electrónicas, fallo de los sistemas operativos o sistemas de comunicación. También incluye el nivel de obsolescencia o innovación de los sistemas de hardware y software.

- **Riesgo de desempeño**

Hace referencia a la capacidad administrativa para generar altas utilidades sin incurrir en riesgos adicionales en su actividad. Considera todos los procedimientos de la empresa como controles internos en todos sus departamentos.

- **Riesgo por la competencia**

Indica el riesgo de sustitución o desplazamiento de los clientes que utilizan el descuento de facturas como financiamiento por otro tipo de crédito convencional o el mismo a una menor tasa de interés. La sustitución provocaría una disminución en los ingresos financieros y efectos negativos en la rentabilidad de la empresa.

#### **3.8.4 Riesgo de la Industria**

Recientemente se aprobó en Nicaragua la Ley de Factura cambiaria y la Ley de Factoraje que viene a desarrollar disposiciones legales, regular la relación comercial y financiera entre los contratantes y a darle más solidez a la industria del Factoraje.

#### **3.8.5 Riesgo Macroeconómico o Sistémico**

Tiene que ver con la posibilidad de que circunstancias no esperadas o anticipadas afecten de forma negativa al eficiente desarrollo de los mercados financieros. Este riesgo es muy importante, ya que la quiebra de un competidor en lugar de ser un alivio para el resto, es una amenaza porque puede ocasionar un pánico financiero conocido como el riesgo sistemático o efecto dominó. Este riesgo se subdivide en los siguientes tipos:

- **Riesgo de tasas (crisis financiera internacional)**

Es el riesgo financiero que resulta de las variaciones extraordinarias en la tasa de interés, donde la exposición a estas variaciones provoca pérdidas tanto de activos como pasivos por el descalce entre plazos de recuperación de la cartera y de la atención de las obligaciones.

- **Riesgo cambiario**

Relacionado con las variaciones que se pueden producir en los ingresos y egresos de una empresa de factoraje, como consecuencia de los cambios bruscos en el tipo

de cambio del córdoba con respecto al dólar estadounidense. Este riesgo depende de la exposición cambiaria de CrediFactor, S.A. en su balance.

- **Riesgo del entorno económico o de políticas gubernamentales restrictivas**

Este riesgo se asocia con la posición que asume la empresa ante diversos factores que afectan la economía nacional, lo cual conlleva momentos de auge o recesión. Se relaciona también con las intervenciones a todo el Sistema Financiero Nicaragüense que pueda tener el Banco Central de Nicaragua, relacionado por ejemplo con los topes de cartera, aumentos de capital, tasas de interés o políticas cambiarias que pueden afectar tanto la rentabilidad de la empresa como sus dividendos esperados.

### **3.8.6 Administración de Riesgos de CrediFactor, S.A.**

- **Riesgo crediticio**

Con la aprobación y entrada en vigencia de la Ley de Factura Cambiaria los riesgos crediticios asociados a operaciones de Factoraje se vieron disminuidos en vista que dicha ley fue creada y aprobada para establecer el marco regulatorio y garantizar con seguridad jurídica las operaciones de descuento de facturas, en ella se obliga al pagador a cancelar el importe contenido en la factura cambiaria al tenedor del título (empresa de Factoraje) a su fecha de vencimiento y establece las acciones de cobro que el tenedor del título pueda hacer. Dichas acciones de cobro podrán ser directas o de regreso, es decir, el endosante es garante solidario de la factura cambiaria, por lo tanto la empresa de Factoraje no asume el riesgo de incobrabilidad del pagador (Factoraje con Recurso). Así mismo los riesgos crediticios en las operaciones de Factoraje se vieron disminuidos recientemente por la aprobación de la Ley de Factoraje que viene a desarrollar disposiciones legales tendientes a establecer el contenido básico del contrato de factoraje, regular la relación comercial y financiera entre los sujetos contratantes y establecer las obligaciones tanto del Factorado (cliente) como de las empresas de Factoraje.

CrediFactor, S.A. ha desarrollado procedimientos y políticas internas orientadas al manejo cuidadoso de la cartera. Entre los principales pasos que CrediFactor, S.A. analiza para reducir el riesgo crediticio, se encuentran los siguientes:

- Análisis financiero y legal de cada cedente.
- Información y récord de los cedentes, tanto en la relación que tienen con sus proveedores como con sus clientes.
- Confirmación de cada operación antes de cada desembolso.
- Nivel de reserva de la cartera dentro de los estándares del negocio.
- Visitas periódicas a pagadores y cedentes.

CrediFactor, S.A. tiene acceso a los servicios de [infor.net.com](http://infor.net.com), donde obtiene información histórica, así como reciente de los aspectos mercantiles, judiciales y generales (personales y corporativas), tanto de sus clientes como de sus pagadores. Adicionalmente, CrediFactor, S.A. tiene acceso a TransUnion (central riesgo privada) que le permite acceder a información crediticia de cualquier potencial cliente.

- **Riesgo de concentración**

Con finalidad única de manejo de riesgo de concentración de la cartera de factoraje, así como al considerar el sistema de calificación por actividad, se establecen los siguientes sectores económicos de:

- Sector Negocios: Comprendido por todas aquellas unidades económicas privadas que participan en el proceso de comercializar y producir bienes, servicios o ambos con el objetivo de obtener una utilidad.
- Sector Público: Aquí se centran esfuerzos en dos grandes grupos:

- Sector Público No Financiero: Gobierno Central y empresas públicas no financieras.
- Sector Público Financiero: instituciones públicas financieras bancarias y no bancarias.

Dentro de los sectores considerados, para efectos de clasificar dentro de actividades económicas, como meta de control máximo de concentración para empresas pagadoras, tenemos las siguientes:

*Cuadro 4*

Actividad Económica	Concentración Máxima
Agricultura y silvicultura	20%
Ganadería, caza y pesca	20%
Manufactura y extracción	25%
Electricidad, telecomunicaciones	30%
Comercio	60%
Servicios	30%
Transporte	20%
Depósitos y almacenamientos	20%
Vivienda	20%
Construcción pública	35%
Construcción privada	20%
Consumo	20%
Turismo	20%

Fuente: Prospecto informativo CrediFactor S.A

Cualquier desviación en la concentración de la cartera, deberá estar debidamente documentada y aprobada por el Comité de Crédito, conformado por el Ejecutivo de



Negocios, la Gerencia de Crédito, Vicegerencia, Contraloría y la Gerencia General, cada caso se deberá evaluar por separado.

Este cuadro de concentración no es una política rígida, más bien se define como una orientación de orden y manejo del riesgo de mercado, por lo que pueden darse cambios en su estructura de acuerdo a las condiciones del mercado, estrategias del negocio, nuestras políticas internas y cualquier factor exógeno que nos indique un cambio conceptual y/o una modificación de la orientación del negocio, en donde CrediFactor, S.A. cuenta con una ventaja competitiva respecto al mercado financiero nacional, la cual se deriva de la volatilidad de la cartera, haciendo que se puedan tomar decisiones ágiles rápidamente y los cambios o resultados se mostrarían en muy corto plazo.

Concentración de Cartera por Cliente (Límites):

- Ningún cliente o grupo de interés podrán exceder de un total del 30% del Patrimonio, incluyendo a una misma persona natural o jurídica, individualmente considerado o en conjunto con aquellas personas naturales o jurídicas que integren con ella una misma unidad de interés.

Limitaciones de la concentración de carteras a partes relacionadas y grupo de interés económico:

- De acuerdo a las políticas de CrediFactor, S.A. y para efectos de las limitaciones de concentración de cartera se considera parte relacionadas a: los accionistas que bien sea individualmente o en conjunto con otras personas naturales o jurídicas con las que mantenga directa o indirectamente vinculaciones significativas, posean un cinco por ciento (5%) o más del capital pagado. Por lo tanto el monto de las operaciones activas realizadas

con todas sus partes relacionadas, no podrán exceder de un 15% de la base de cálculo del capital.

#### Vinculación de Influencia Dominante:

- La Junta Directiva verificará la concentración de cartera según sea necesario y podrá determinar que una persona natural o jurídica ejerce un vínculo dominante sobre otra persona jurídica, llamándose a este grupo de interés económico cuando se presente cualquiera de las siguientes circunstancias:
  - Cuando una persona natural o jurídica controla o representa, directa o indirectamente, en la segunda persona jurídica, un derecho de voto mayor al 20% del capital y superior al que controle o represente, directa o indirectamente, en esta segunda persona jurídica, cualquier otra persona natural o jurídica, forme parte de su junta directiva o es su principal ejecutivo o apoderado o viceversa.
  - Se presenta cualquier otro tipo de evidencia de que la primera persona natural o jurídica, ejerce directa o indirectamente en la segunda persona jurídica, una influencia equivalente a que controlará, directa o indirectamente, un derecho a voto equivalente o superior al control del 33% del capital de esta segunda persona jurídica. En este caso, se admite prueba en contrario.

**Acciones Correctivas y Plazos:** En caso de que se presente exceso sobre los límites de concentración establecidos se deberá:

- Realizar una provisión sobre el monto excedido
- Presentar evidencias del caso y soluciones para disminuir la exposición

- No gestionar más operaciones o desembolso
- Estrategias de Cobranza
- No repartir utilidades mientras los límites estén excedidos
- Corregir el exceso en un período no mayor a 90 días

### Control y Seguimiento

El Comité de Crédito de CrediFactor, S.A. verificará de forma mensual sobre los límites de concentración de los clientes y/o grupos de interés Económico. La Junta Directiva de CrediFactor, S.A. deberá conocer al menos trimestralmente sobre los totales de facilidades otorgadas a cualquier grupo de interés, sea parte relacionada o no que represente un total de saldo cercano al límite establecido del 30% total de cartera.

- **Riesgo tecnológico**

El sistema de factoraje de la empresa cuenta con una tecnología avanzada dentro de la industria. Sus sistemas de cómputos cuentan con los procedimientos internos necesarios para mantener la seguridad de la información, tanto de los clientes como de CrediFactor, S.A. El servidor contiene dos discos duros, uno destinados para respaldo continuo de su información y el otro para el rápido funcionamiento de los procesos internos de la empresa.

- **Riesgo de desempeño**

CrediFactor, S.A. mantiene a su personal en constante capacitación y motivación, tanto en sus áreas específicas de trabajo al garantizar una atención especializada a sus clientes. Al mismo tiempo, CrediFactor, S.A. cuenta con un departamento de contraloría, el cual se responsabiliza del cumplimiento de las políticas y procedimientos aprobados por la Junta Directiva y recomendados por la auditoría externa.

- **Riesgo por la competencia**

Aunque existen otros productos financieros en el mercado, parecidos al factoraje, y al mismo tiempo la competencia es una amenaza en el negocio, CrediFactor, S.A. está en un proceso constante de mejorar sus estructuras de gastos, así como en la innovación de sus productos en el área de factoraje. CrediFactor, S.A. está convencido que para ser competitivo, los factores más importantes son la inversión en el personal, los clientes y la tecnología.

- Riesgo de tasas (crisis financiera): CrediFactor, S.A. administra este riesgo otorgando préstamos a muy corto plazo y manteniendo obligaciones a largo plazo. Esta estrategia le permite ajustar rápidamente las tasas activas frente a variaciones en el mercado.
- Riesgo cambiario: La Empresa administra el riesgo cambiario indexando al dólar sus activos.
- Riesgo del entorno económico o de políticas gubernamentales restrictivas: Para reducir este riesgo, la empresa está preparada para actuar ágilmente ante los cambios del entorno económico o de cambios en las políticas gubernamentales, siendo más flexible o rígida en sus políticas crediticias, inversiones y fuentes de financiamiento.

## 3.9 VALORACION DE EMPRESAS

### 3.9.1 Concepto de Valoración

De forma genérica puede considerarse la valoración como el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una dedicación de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar.

El sujeto que valora debe ser objetivo y ajeno al objeto valorado. No debe ser parte interesada en ella (por ejemplo el propietario, o un supuesto comprador), puesto que si la valoración es realizada por alguien con intereses sobre la empresa el valor calculado incluirá indudablemente elementos subjetivos de la misma.

La valoración de la empresa es un proceso muy complejo en el que se deben poner de manifiesto un conjunto de cualidades que van hacerla atractiva o a reportar utilidad a la sociedad en la que está inmersa. Afortunadamente, en la actualidad, el análisis estratégico de sectores y el entendimiento de las posiciones competitivas de las compañías llevan a una determinación realista de los flujos de dinero o caja que una empresa puede proporcionar en el futuro. Lleva en esencia a una valoración objetiva que refleja la auténtica utilidad de una empresa.

Es fundamental recordar que previo al proceso de valoración se han de definir los objetivos de la misma y buscar a partir de ahí un valor que, a nuestro juicio, debe ser objetivo y unitario.

La valoración de empresas juega un rol importante en diferentes áreas financieras como las finanzas corporativas, fusiones, adquisiciones y portafolio de inversiones. Los modelos de valoración descritos en este estudio proveen una herramienta de análisis; pero no son del todo un ejercicio objetivo, por lo que es muy importante como financiero incorporar elementos que ayuden a realizar un mejor juicio.

### 3.9.2 Características de la Valoración

- La valoración ha de tener un motivo específico, un fin concreto. De esta forma se podrá hablar de valor de empresas en funcionamiento, valor de empresas en liquidación, valor contable, etc.
- La valoración debe atender a consideraciones locales y temporales, en tanto que influyen en la propia conciencia socio-económica ante los objetivos valorados.
- La valoración cumple una función de ayuda a aquellas personas que tienen que decidir sobre el objeto o situación valorada, luego no ha de entenderse con un fin en sí.
- En caso de negociación, está bien considerablemente facilitada por una peritación previa del valor de la empresa, que permite iniciar la discusión sobre cifras razonables.
- El criterio fundamental de la valoración debe ser la potencialidad de los objetivos valorados, de cara a la generación de utilidad, para el sujeto que la posea. Esto descarta toda posibilidad de valoración en base a hechos históricos excepto cuando exista completa incertidumbre sobre el comportamiento futuro, o cuando el valor que refleje la historia tenga ya incorporada una estimación de las expectativas futuras.
- La valoración de un conjunto de objetos no se corresponde con la suma de las valoraciones individuales (como sería un balance contable). Es por ello por lo que siempre se ha de tener en cuenta la interacción entre las partes componentes del objeto o empresa valoradora.

- El evaluador debe proyectar en su tarea los valores socio-económicos imperantes, así como las creencias, opiniones y teorías aceptadas por la sociedad en la que vive.

### 3.9.3 ¿Por qué valorar una empresa?

Existen muchas razones para valorar una empresa. A menudo su propiedad necesita disponer de una idea de valor porque:

- Existe un tercero interesado en comprar la compañía.
- Existe alguna disputa accionaria entre socios y conviene fijar un valor que permita dar salida a uno de los socios.
- Se quiere acometer una ampliación de capital y es conveniente definir el valor que ha de asignarse al negocio con carácter previo.
- Simplemente se quiere tener una referencia interna de valor.

Es evidente que los propietarios, más tarde o más temprano y por la razón que fuere, deben interrogarse sobre cuál es el valor de su negocio. Y a menudo la respuesta no es fácil. La contabilidad no siempre ayuda.

El valor de los fondos propios no necesariamente refleja el valor de la empresa. La contabilidad es una herramienta que ha de permitir realizar un juicio sobre el valor del negocio pero no contiene por sí misma la respuesta al valor de la empresa.

Para complicar más las cosas, los propietarios pueden tener una visión sesgada del valor de su negocio. Ya se sabe que “el ojo del amo engorda el caballo” y que resulta complicado para un empresario evadirse de una “afecto moral” que implica componentes subjetivos que a veces distorsionan exageradamente el valor subjetivo frente al valor de mercado. Conviene recordar que valor y precio no necesariamente coinciden.

Una cosa es tratar de determinar un valor de mercado atribuible a un negocio, y otra cosa distinta es establecer un precio que responde a un acuerdo entre comprador y vendedor para realizar una transacción en función de un proceso de negociación sujeto a una serie de circunstancias y hechos que pueden alterar las diferencias entre el valor y el precio acordado.

### **3.9.4 Factores Externos que afectan la Valoración**

En el proceso de valoración de una empresa se han de contemplar todo un conjunto de factores externos que se irán incorporando al mismo a la vez que el valorador va adquiriendo un mayor conocimiento de la compañía y formando un conjunto de expectativas de cara al futuro.

Los elementos que se deben analizar son:

- Evolución prevista de la economía del país al que pertenece la empresa a valorar
- Evolución prevista del sector (a nivel nacional e internacional).
- Evolución de aquellas economías con las que la empresa y el país al que pertenece mantienen una relación estrecha.

#### **➤ Evolución prevista de la economía del país**

Se hace necesario conocer en primer lugar cual es la dependencia de la empresa o del sector en el que opera la empresa tiene con respecto a la economía del país. No es lo mismo una empresa que produce y vende artículos de consumo, que una empresa que fabrica material para hospitales. Mientras la primera tendrá un paralelismo importante con la evolución economía, la segunda no se verá



influenciada de forma tan importante. Tampoco será igual la influencia sobre una compañía de artículos de consumo diario que sobre una de artículos de consumo.

El evaluador debe tratar de establecer una correlación entre la evolución de alguna de las macro-magnitudes socio-económicas y los futuros ingresos, gastos, inversiones, fuentes de financiación y costes financieros de la empresa sujeta al proceso de valoración.

En primer lugar se trata de identificar y cuantificar la correlación o dependencia que en la actualidad tiene y en el futuro tendrá la empresa valorada (o en el sector en el que opera) con la evolución económica general del país.

#### ➤ **Evolución del sector**

El análisis del sector en el que opera la compañía es el segundo factor externo a considerar en la valoración. No se trata de conocer el grado de rivalidad sino de saber en qué etapa de su existencia estructural se encuentra. Una empresa puede pertenecer a un sector en expansión, en estabilidad o en declive. Será de gran utilidad realizar análisis históricos de las ventas, importaciones, exportaciones, inversiones y producción del sector.

#### ➤ **Evolución futura de las economías relacionadas**

Actualmente, una economía nacional no actúa sola. Como consecuencia de los acuerdos económicos, la apertura de los mercados y la internacionalización general no solo de la economía sino incluso de la política, un país se mueve “tirado” por el potencial de otros estados o “empujando” a los más. El valorador deberá realizar un análisis de la proyección de los países que conforman el ámbito de las relaciones económicas de la nación en la que actúe la empresa valorada. Esta proyección se

basara en el análisis de las tendencias de sus macro-magnitudes económicas y sociales y de su futura situación política.

### **3.9.5 Factores Internos que afectan la Valoración**

- Historia de la compañía y naturaleza de su negocio: Se deben tomar en cuenta los siguientes puntos:
  - Estabilidad de su historia financiera
  - Grado de crecimiento o decrecimiento financiero
  - Nivel de diversidad en las operaciones
  - Cambios significantes en el volumen de negocio o en la tendencia de las operaciones.
- Entorno en el que opera el negocio: En este sentido debe analizarse el sector industrial pero no ya dentro de una perspectiva estructural o de análisis tendencial y predictivo, sino con el fin de conocer el grado de rivalidad existente, el grado de fragmentación en la industria, el grado de facilidad de entrada al sector, el nivel de intensidad de capital o trabajo, la capacidad de la compañía para soportar cambios en los niveles de precios, su capacidad en el control de costes y su vulnerabilidad a la regulación y control legal.
- Valor en libros de la compañía y condición financiera del negocio: El valor en libros es el valor que sobre las obligaciones financieras tienen los activos reales de una empresa. También se denomina valor contable.
- Capacidad de la compañía para obtener ganancias: En este punto el valorador debe estudiar la historia pasada de la compañía en cuanto a generación de ingresos y elaborar una predicción con respecto al futuro.

En cuanto a la historia pasada debe analizarse los puntos recurrentes y no recurrentes y por otro lado los ingresos operativos y extraordinarios, distinguiendo en este punto los financieros. Los puntos recurrentes hacen referencia a eventos que se producen con cierta periodicidad y que provocan alzas o bajas en los ingresos de las compañías y los no recurrentes son aquellos de carácter extraordinario que provocan oscilaciones no sistemáticas y eventuales.

- Capacidad de pago de dividendos: Sería como la capacidad de rendimiento financiero a nivel del accionista. Representaría un intento de determinación de la rentabilidad potencial.
- Venta de acciones: Deben ser estudiadas las últimas transacciones de acciones puesto que pueden proporcionar un indicador al valorador.
- Comparación con el valor de las acciones de empresas similares
- Factores de naturaleza comercial: Se reúnen un conjunto de factores que permiten conocer el grado de penetración en el mercado de la compañía valorada.
- Factores de naturaleza técnica: Los factores de naturaleza técnica junto con los financieros son los que intervienen de forma más decisiva en los cálculos de la valoración. Para conocer la capacidad de producción es necesario evaluar con precisión todos los recursos de la empresa. Asimismo, deben realizarse simulaciones de cuál puede ser la capacidad máxima si se procede a una desintegración, es decir, si se dejan de realizar ciertos procesos o se dejan de fabricar ciertos productos.

- Factores de orden humano: El factor calidad de los recursos humanos o capacidad de gestión de sus principales ejecutivos es un factor muy importante en el proceso de valoración de la empresa.
- Factores de índole jurídico, administrativo y fiscal: Deben analizarse elementos como:
  - El organigrama de la sociedad y la coherencia del mismo con las estrategias de la empresa lo que determinara las necesidades estimadas de recursos para los próximos ejercicios.
  - Sistemas informáticos de la compañía: Un sistema bien diseñado, planificado y desarrollado llevara a la compañía a importantes ahorros y productividades en la gestión.
  - Examen de los estatutos de la sociedad: Informaran sobre quien participa en el reparto de beneficios y sobre limitaciones a la venta o compra de participaciones de la sociedad principalmente.
  - Derechos y obligaciones contraídos por la sociedad sobre leasing, pólizas de seguro, préstamos y créditos, acuerdos con otras empresas, propiedad industrial, garantías, hipotecas, etc.
  - Situación fiscal: Se debe conocer el estado de cuentas con la administración así como las subvenciones o ayudas que la misma haya otorgado a la empresa.

La determinación del valor de una empresa debe basarse en una correcta previsión del dinero o flujos de caja que va obtener en el futuro. Se hace imprescindible por tanto el análisis de todos aquellos factores de naturaleza diversa que inciden en su actividad y que permiten conocer la evolución futura de la empresa.

### 3.9.6 La Empresa desde el punto de vista del Valuador

Una vez definido el objetivo por el cual se realizara la valoración, el siguiente paso sería la identificación del tipo de empresa que se va a valorar. Esta puede tratarse de una unidad jurídica o económica o tratarse de una empresa en funcionamiento, en liquidación, una empresa que cotiza sus acciones en bolsa, o con cualquier otra característica que represente un marco que la diferencie en la dirección del análisis.

Es importante señalar que se debe distinguir el sujeto-objeto a valorar:

- La empresa como unidad económica, tanto si se trata de una compañía formada por una sola sociedad o por varias.
- La sociedad como unidad jurídica propietaria de un patrimonio
- La explotación como unidad técnica, ya se trate de una explotación desarrollada en una o varias plantas.
- La planta, fábrica o establecimiento como unidad física.

Situaciones con las que se puede encontrar el valorador:

- Empresa en funcionamiento: Parte del peso de su situación actual se debe a la actividad económica del periodo anterior y se conecta además con la actividad que se continuara desarrollando en el futuro. Se suele caracterizar por:
  - Posee una estructura de organización y dirección.
  - Ha realizado unas inversiones que le proporcionan capacidad para realizar su actividad.
  - Desarrolla la actividad esencial de su negocio con regularidad y a un nivel de ocupación suficiente.
  - Presenta unas expectativas de continuidad al menos un número de años razonables.

La empresa en funcionamiento puede encontrarse en una de las siguientes etapas:

- Crecimiento o expansión
- Estabilidad o madurez
- Declive o recesión

Obviamente dentro de estas etapas estructurales una empresa puede encontrarse en un periodo de alza o baja condicionada por aspectos externos. Estos ciclos coyunturales deben ser aislados por el valorador.

- Empresa en liquidación: Los aspectos que enmarcan el contexto de una empresa en liquidación son los de ausencia de proyección futura, estabilidad o crecimiento económico, es decir una empresa cuya actividad no tiene continuidad o se ha acabado.

El proceso de valoración de una empresa en liquidación se centrara en la evaluación de sus activos a precios residuales contrastándolos con las deudas contraídas.

- Empresa de reciente creación: Una empresa de este tipo se caracteriza por:
  - Ausencia de hechos históricos significativos que hayan influido decisivamente en la situación actual de la empresa.
  - Ausencia de una trayectoria económica definida.
  - Inexistencia de organización y estilo de dirección y gestión definido.

En el caso de empresas de reciente creación la valoración debe apoyarse más en una estimación adecuada de los flujos de fondos futuros que la empresa puede generar que en información pasada o actual que todavía no tiene suficiente entidad.

Es importante el planteamiento de escenarios de evaluación, es decir, de distintas escenas económicas previsibles en el futuro, con distintos papeles para los actores,

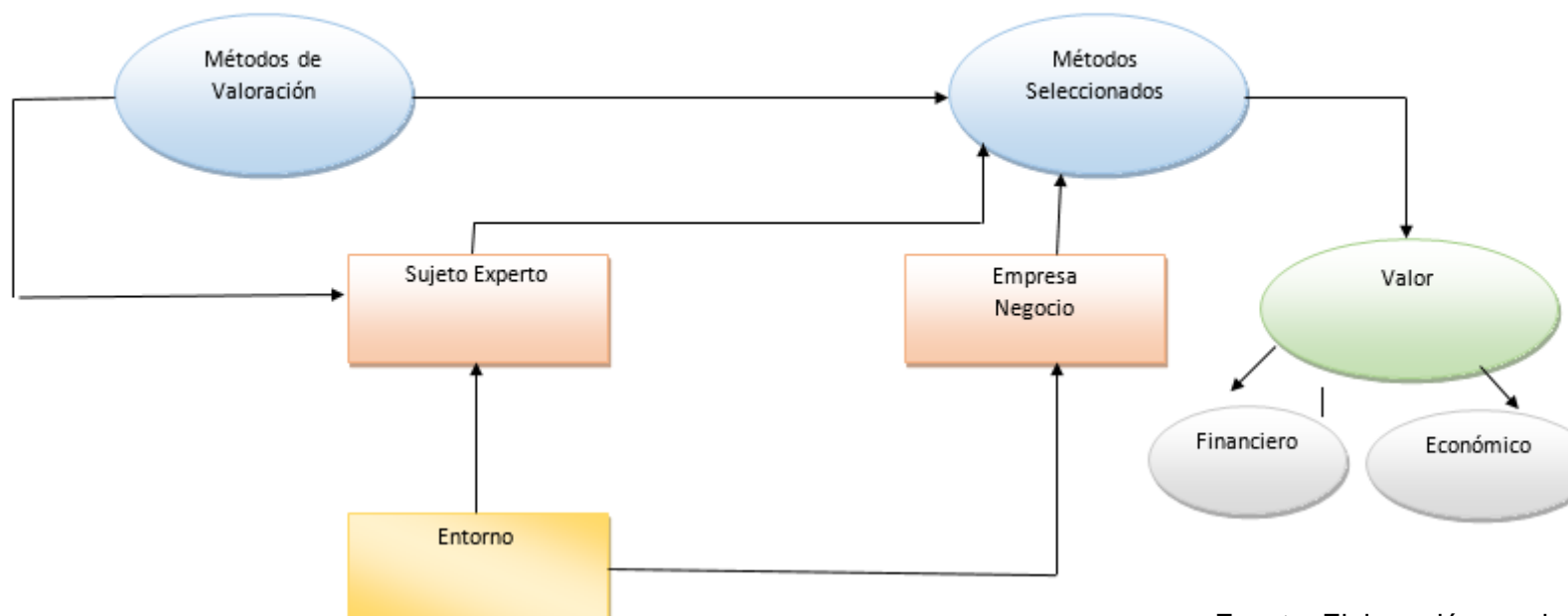
y el desarrollo de un análisis de sensibilidad que proporcione una correcta estimación de los distintos resultados a los que podría llegarse en caso de que se cumplieran unas u otras expectativas.

- Empresa deficitaria: Es aquella que ha tenido una evolución de sus resultados económicos deficiente con tendencia acumulativa de pérdidas. Se debe tener en cuenta que el análisis previo proporcionara información válida para saber si la empresa pierde por razones estructurales o si se trata de motivos únicamente coyunturales. Solo se considerara que una empresa se encuentra dentro de este grupo si la tendencia es estructural.

La solución para estas empresas suele ser una restructuración total o la venta total de sus activos (liquidación parcial). Dentro del contexto de la evaluación, este tipo de empresas suelen tener un valor (correspondiente a las expectativas futuras en caso de continuar en funcionamiento) inferior al valor de liquidación.

### 3.9.7 Elementos del Proceso de Valoración

Figura 3

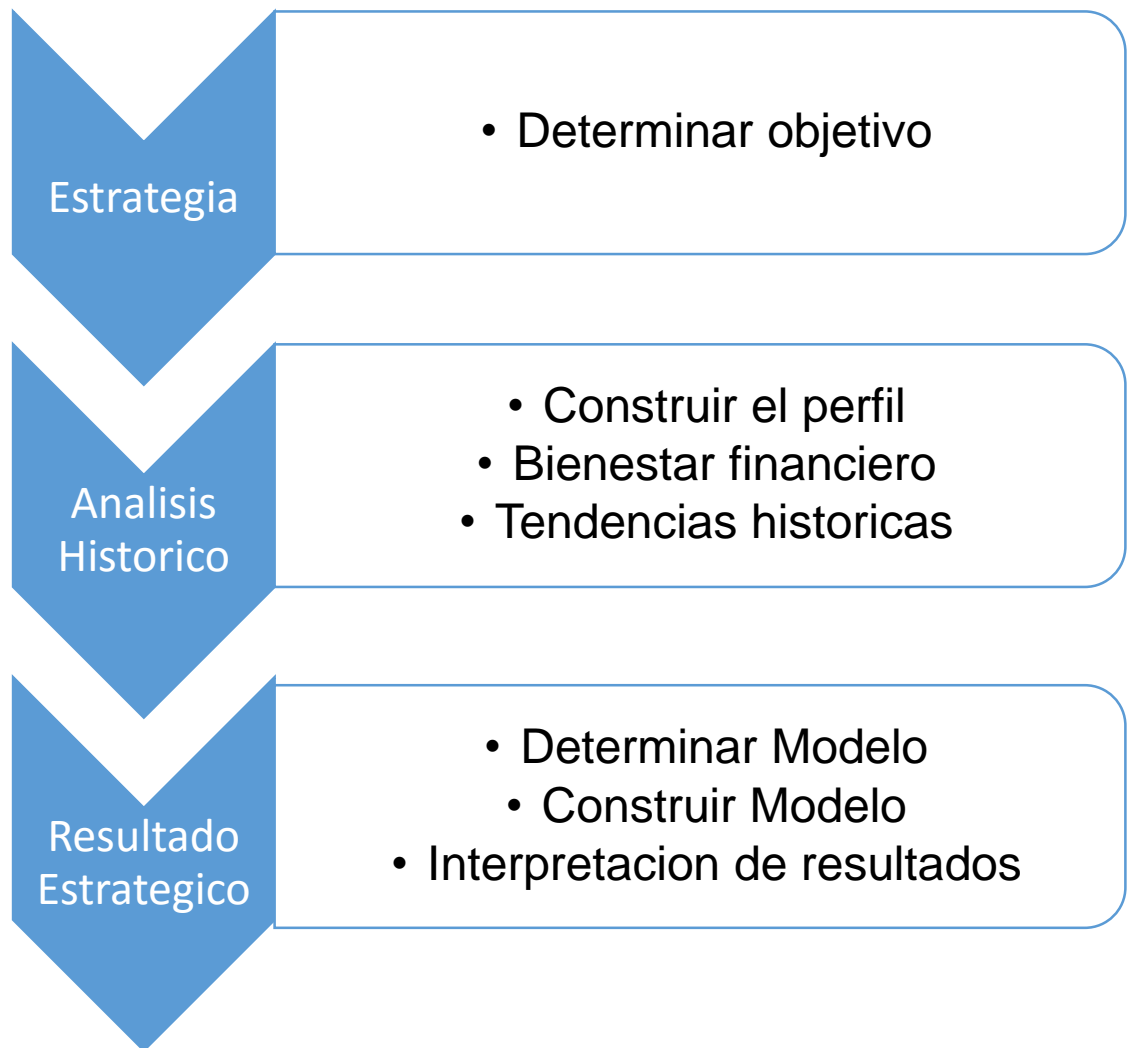


Fuente: Elaboración propia



### 3.9.8 El Proceso de Valoración de una Empresa

Figura 4



Fuente: Elaboración propia

### 3.9.9 Métodos de Valoración de Empresas

La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sentido común (o a la falta de ambos).

Los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el descuento de flujos de fondos: consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros. Otro método que tiene lógica y consistencia es el valor de liquidación, cuando se prevé liquidar la empresa. Lógicamente, el valor de las acciones será el mayor entre el valor de liquidación y el valor por descuento de flujos.

Se comentan brevemente otros métodos porque –aunque son conceptualmente “incorrectos” y carecen de sentido en la mayoría de los casos– se siguen utilizando con frecuencia. En ciertos casos, los múltiplos pueden utilizarse como aproximación (si se requiere una valoración rápida o si los flujos de fondos son muy inciertos) o como contraste del valor obtenido por descuento de flujos.

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

#### PRINCIPALES METODOS DE VALORACION

Cuadro 5

BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable Valor contable ajustado Valor de liquidación Valor sustancial Activo neto real	<b>Múltiplos</b> de: Beneficio: PER Ventas Ebitda Otros múltiplos	Clásico Unión de expertos Contables europeos Renta abreviada Otros	<i>Flujo de fondos libre</i> Cash flow acciones <i>Dividendos</i> <i>Capital cash flow</i> APV	Valor económico agregado (EVA) Beneficio económico <i>Cash value added</i> CFROI	Black y Scholes Opción de invertir Ampliar el proyecto Aplazar la inversión Usos alternativos

Fuente: Elaboración propia

### 3.9.9.1 Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables.

Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial. Sólo el valor de liquidación tiene lógica, porque responde a la siguiente pregunta: ¿cuánto dinero se obtendría por las acciones si se liquidara la empresa?

- **Valor contable**

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

Supongamos una empresa cuyo balance es el que se refleja en el cuadro 6. El valor contable o valor en libros de las acciones (capital más reservas) es 80 millones de córdobas. También se puede calcular como la diferencia entre el activo total (160) y el pasivo exigible ( $40 + 10 + 30$ ), es decir, 80 millones.

Este valor tiene el problema de su propia definición: la contabilidad nos relata una versión de la historia de la empresa (los criterios contables están sujetos a mucha subjetividad), mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas. Por ello, prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor “de mercado”.

Empresa Abascal S.A. Balance oficial y cuenta de resultados (millones de córdobas)

Cuadro 6

ACTIVO		PASIVO	
Tesorería	5	Proveedores	40
Deudores	10	Deuda bancaria	10
Inventario	45	Deuda a largo	30
Activos fijos	100	Capital y reservas	80
Total activo	160	Total pasivo	160

Fuente: Elaboración propia

- **Valor contable ajustado o valor del activo neto real**

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración, pero sólo lo consigue parcialmente.

Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado. Continuando con el ejemplo del cuadro 6, se analizan algunas partidas del balance de forma individual para ajustarlas a su valor de mercado aproximado. Por ejemplo, si consideramos que:

- Los deudores incluyen 2 millones de córdobas de deuda incobrable, esta partida debería figurar por un valor de 8 millones.
- Los inventarios, después de descontar partidas obsoletas sin valor y de revalorizar las restantes a su valor de mercado, representan un valor de 52 millones de córdobas.
- Los activos fijos (terrenos, edificios y maquinaria) tienen un valor, según un experto, de 150 millones de córdobas.

- El valor contable de las deudas a proveedores, bancos y a largo plazo es igual a su valor de mercado.

El balance ajustado sería el que se presenta el cuadro 7. El valor contable ajustado es 135 millones: activo total (215), menos pasivo exigible (80). En este caso, el valor contable ajustado supera en 55 millones al valor contable.

Empresa Abascal S.A. Balance ajustado (millones de córdobas)

Cuadro 7

ACTIVO	Tesorería	5	PASIVO	Proveedores	40
	Deudores	8		Deuda bancaria	10
	Inventarios	52		Deuda a largo	30
	Activos fijos	150		Capital y reservas	135
	Total activo	215		Total pasivo	215

Fuente: Elaboración propia

- **Valor de liquidación**

Es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).

A partir del ejemplo del cuadro 7, si los gastos de indemnización a empleados y todos los demás gastos asociados a la liquidación de la empresa Abascal S.A. fuesen 60 millones, el valor de liquidación de las acciones sería 75 millones (135-60).

Lógicamente, la utilidad de este método está restringida a una situación muy

concreta, como es la compra de la empresa con el fin de liquidarla posteriormente. Pero siempre representa el valor mínimo de la empresa, ya que normalmente el valor de una empresa suponiendo su continuidad es superior a su valor de liquidación.

- **Valor sustancial**

El valor sustancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.).

**Se suelen distinguir tres clases de valor sustancial:**

- Valor sustancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado (en el ejemplo de la Cuadro 7: 215).
- Valor sustancial neto o activo neto corregido: es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible. También se conoce como patrimonio neto ajustado, que hemos visto en el método anterior (en el ejemplo del cuadro 7: 135).
- Valor sustancial bruto reducido: es el valor sustancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste (en el ejemplo del cuadro 7:  $175 = 215 - 40$ ). Los 40 millones que se restan corresponden a los proveedores.

- **Valor contable y valor de mercado**

En general, el valor contable de las acciones tiene poco que ver con el valor de mercado. Este hecho puede observarse en el cuadro 8, que muestra el cociente cotización/valor contable (P/VC) de varias empresas españolas y de algunas bolsas internacionales en septiembre de 1992 y en agosto de 2003.

Valor de mercado/valor contable, PER y dividendo/cotización de varias empresas españolas y de bolsas de distintas naciones.

Cuadro 8

	Septiembre de 1992		
	P/V	PER	Div/P
BBV/BBVA	1,0	5,0	7,9%
Bankinter	0,8	4,8	6,0%
Popular	1,5	5,3	7,3%
Santander	1,3	5,0	6,9%
Endesa	1,4	7,2	4,3%
Gas Natural	2,0	22,6	1,6%
Iberdrola	0,6	7,2	10,7%
Repsol	1,5	9,5	4,4%
Telefónica	0,7	10,3	5,9%
Unión Fenosa	0,4	7,4	12,4%
Promedio	1,1	8,4	6,7%

**Medias**

**nacionales:**

Australia	1,3	23,7	4,2%
Canadá	1,4	57,1	3,2%
Francia	1,4	14,0	3,7%
Alemania	1,6	13,9	4,1%
Italia	0,8	16,2	4,1%
Japón	1,8	36,2	1,0%
España	0,9	7,5	6,3%
Reino Unido	1,9	16,3	5,2%
Estados Unidos	2,3	23,3	3,1%
Promedio	1,5	23,1	3,9%

	PER	Div/P
2,3	18,1	3,6%
2,6	19,9	3,0%
2,9	13,5	3,7%
1,5	13,5	3,7%
1,7	11,8	4,8%
1,8	13,7	2,4%
1,7	13,7	3,9%
1,4	10,3	3,4%
3,2	19,5	1,3%
1,4	12,2	3,6%
2,1	14,6	3,3%
2,0	18,6	3,8%
2,0	20,4	1,8%
2,1	58,5	3,2%
1,4	36,9	2,3%
1,9	32,7	3,7%
1,6	94,0	1,0%
2,2	15,3	2,5%
2,0	16,1	3,6%
2,9	21,1	1,7%
2,0	34,8	2,6%

Fuente: Morgan Stanley Capital Internacional Perspective.

P/VC es la cotización de la acción (P) dividida entre su valor contable (VC). PER es la cotización de la acción dividida entre el beneficio por acción. Div/P es el dividendo por acción dividido entre la cotización.

### 3.9.9.2 Métodos Basados en la Cuenta de Resultados

A diferencia de los anteriores, estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Así, por ejemplo, es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o sus ventas) en toneladas por un coeficiente (múltiplo). También es frecuente valorar estacionamientos de automóviles multiplicando el número de plazas por un múltiplo y valorar empresas de seguros multiplicando el volumen anual de primas por un múltiplo. En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER: según este método, el precio de la acción es un múltiplo del beneficio.

- **Valor de los beneficios. PER<sup>2</sup>**

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de *price earnings ratio*), es decir:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{beneficio}$$

---

<sup>2</sup>El PER (*price earnings ratio*) de una acción indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la bolsa. Así, si el beneficio por acción del último año ha sido de 2 euros y la acción cotiza a 30 euros, su PER será de 15 (30/2). Otras veces el PER toma como referencia el beneficio por acción previsto para el año próximo, o la media del beneficio por acción de los últimos años. El PER es la referencia dominante en los mercados bursátiles. Nótese que el PER es un parámetro que relaciona una magnitud de mercado como es la cotización, con otra puramente contable como es el beneficio.



- **Valor de los dividendos**

Los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella. Para el caso de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, este valor puede expresarse así:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / K_e$$

Siendo: DPA = dividendo por acción repartido por la empresa;  $K_e$  = rentabilidad exigida a las acciones

La rentabilidad exigida a las acciones, también llamada coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Se obtiene sumando a la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo la prima de riesgo de la empresa.

Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante  $g$ , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA}_1 / (K_e - g)^3$$

Siendo  $\text{DPA}_1$  los dividendos por acción del próximo año.

---

<sup>3</sup>Esta fórmula es el modelo de Gordon y Shapiro.

La evidencia empírica muestra que las empresas que pagan más dividendos (como porcentaje de sus beneficios) no obtienen como consecuencia de ello un crecimiento en la cotización de sus acciones. Esto se debe a que cuando una empresa reparte más dividendos, normalmente reduce su crecimiento, porque distribuye el dinero a sus accionistas en lugar de utilizarlo en nuevas inversiones.

- **Múltiplo de las ventas**

Este método de valoración, empleado en algunos sectores con cierta frecuencia, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número. Por ejemplo, una farmacia se valora con frecuencia multiplicando sus ventas anuales (en córdobas) por dos o por otro número, según la coyuntura del mercado. También es habitual valorar una planta embotelladora de refrescos multiplicando sus ventas anuales en litros por 500 o por otro número, según la coyuntura del mercado.

La ratio precio/ventas se puede descomponer en otras dos:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

La primera ratio (precio/beneficio) es el PER, y la segunda (beneficio/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre ventas.

- **Otros múltiplos**

Además del PER y la ratio precio/ventas, algunos de los múltiplos que se utilizan con frecuencia son:

- Valor de la empresa/beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)<sup>4</sup>.
- Valor de la empresa/beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA)<sup>5</sup>.
- Valor de la empresa/*cash flow* operativo.
- Valor de las acciones/valor contable.

Es evidente que para valorar una empresa utilizando los múltiplos, es preciso utilizar múltiplos de empresas comparables.

Conceptualmente este método valora la empresa en base a una comparativa con otras empresas. Se trata de identificar una serie de multiplicadores que posteriormente se aplican a la empresa que se quiere valorar. Estos multiplicadores pueden ser de Ventas, EBITDA, Resultado, etc. Si sabemos que el mercado valora una industria a tantas veces sus ventas o a tantas veces su resultado (PER), podemos aplicar estos multiplicadores a nuestra empresa para obtener un valor por comparación.

Al seleccionar estos multiplicadores tendremos que tener en cuenta si conducen a determinar el valor del capital (equity) o el valor del activo (enterprise) y por tanto habrá que ajustarlo posteriormente con la posición de deuda soportada por la empresa.

El problema principal radica en identificar estos multiplicadores ya qué no se publican oficialmente.

---

<sup>4</sup>En inglés, EBIT (*earnings before interest and taxes*)

<sup>5</sup>Del inglés, Ebitda (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*).

Pero eso no significa que no podamos identificar algunos multiplicadores que nos sirvan de referencia.

### **3.9.9.3 Métodos Mixtos, Basados en el Fondo de Comercio o Goodwill**

El fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, marcas, alianzas estratégicas, etc.) y es, por tanto, un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo.

Estos métodos parten de un punto de vista mixto: por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro. A grandes rasgos, se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros.

### **3.9.9.4 Métodos Basados en el Descuento de Flujos de Fondos**

Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de efectivo, que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos mixtos descritos han sido muy utilizados en el pasado. Sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que en la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa (suponiendo su continuidad), proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de efectivo correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros. Por consiguiente, el enfoque conceptual es similar al del presupuesto de tesorería.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.).

- **Método general para el descuento de flujos**

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Siendo:  $CF_t$  = flujo de fondos generado por la empresa en el período  $t$ ;  $VR_n$  = valor residual de la empresa en el año  $n$ ;  $K$  = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año  $n$  ( $VR_n$ ) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese período.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año  $n$  es suponer una tasa de crecimiento constante ( $g$ ) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año  $n$  aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:  $VR_n = CF_n (1+g) / (k-g)$ .

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida, puede ser admisible despreciar su valor a partir de un determinado período, dado que su valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.

### ➤ Determinación del flujo de fondos adecuado para descontar

Antes de desarrollar los diferentes métodos de valoración basados en el descuento de flujos de fondos, es necesario definir los distintos tipos de flujos de fondos que pueden considerarse para la valoración.

Para entender cuáles son los flujos de fondos básicos que se pueden considerar en una valoración, en el Cuadro 9 se representa un esquema de las distintas corrientes de fondos que genera una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo. Existen tres flujos de fondos básicos: el flujo de fondos libre, el flujo de fondos para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

Cuadro 9

FLUJO DE FONDOS	TASA APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre ( <i>free cash flow</i> )	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. <i>Capital cash flow</i>	WACC antes de impuestos

Fuente: Elaboración propia

El más sencillo de comprender es el flujo de fondos para la deuda, que es la suma de los intereses que corresponde pagar por la deuda más las devoluciones de principal. Con el objeto de determinar el valor de mercado actual de la deuda existente, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda). En muchos casos, el valor de mercado de la deuda será equivalente a su valor contable, de ahí que muchas veces se tome su valor contable (o valor en libros) como una aproximación suficientemente buena y rápida al valor de mercado<sup>6</sup>.

<sup>6</sup>Esto es válido sólo si la rentabilidad exigida a la deuda es igual al coste de la misma.

El flujo de fondos libre (FCF) permite obtener directamente el valor total de la empresa<sup>7</sup> (deuda y acciones:  $D + E$ ). El flujo de fondos para los accionistas (CFac) permite obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirá también establecer el valor total de la empresa.

### ➤ El flujo de fondos libre

El flujo de fondos libre, es el flujo de fondos operativo, esto es, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los períodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. Sin embargo, para valoración de empresas esta tarea exige prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo que la que habitualmente se realiza en cualquier presupuesto de tesorería.

La contabilidad no puede proveernos directamente dichos datos porque, por una parte, utiliza el enfoque de lo devengado y, por otra, asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios que no dejan de ser arbitrarios. Estas dos características de la contabilidad distorsionan la percepción del enfoque relevante a la hora de calcular flujos de fondos, que debe ser el enfoque de “caja”, es decir, dinero efectivamente recibido o entregado (cobros y pagos).

---

<sup>7</sup>Se suele denominar “valor de la empresa” a la suma del valor de las acciones más el valor de la deuda financiera.



Sin embargo, ajustando la contabilidad según esta última perspectiva, se puede calcular el flujo de fondos que nos interese.

La información de la cuenta de resultados que se presenta en el cuadro 10, deberá ser ajustada para obtener el flujo de fondos libre de cada período.

Cuenta de resultados de Restaurante La Posada, S.A.

Cuadro 10

	2011	2012	2013
<b>Ventas</b>	<b>1.000</b>	<b>1.100</b>	<b>1.200</b>
-Coste de mercancías vendidas	-550	-610	-660
-Gastos generales	-200	-220	-240
-Amortización	-100	-110	-120
<b>Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI)</b>	<b>150</b>	<b>160</b>	<b>180</b>
-Pagos de intereses	-50	-60	-60
<b>Utilidad antes de impuestos (UAI)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>120</b>
-Impuestos (30%)	-30	-30	-36
<b>Utilidad neta</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>84</b>
-Dividendos	-50	-55	-60
<b>Utilidades retenidas</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>24</b>

Fuente: Elaboración propia

El cuadro 11 muestra la obtención del flujo de fondos libre a partir de la utilidad antes de intereses e impuestos (UAI). Los impuestos se deben calcular sobre la UAI directamente: así obtenemos la utilidad neta sin tener en cuenta los intereses, al cual debemos añadirle las amortizaciones del período porque no representan un pago, sino que constituyen solamente un apunte contable. Además, debemos considerar los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a nuevas necesidades operativas de fondos (NOF), ya que dichas sumas deben ser restadas para calcular el flujo de fondos libre.

## Flujo de fondos libre de Restaurante La Posada, S.A.

Cuadro 11

	2011	2012	2013
<b>Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI)</b>	<b>150</b>	<b>160</b>	<b>180</b>
-Impuestos sobre el UAI (30%)	-45	-48	-54
<b>Utilidad neta de la empresa sin deuda</b>	<b>105</b>	<b>112</b>	<b>126</b>
+Amortización	100	110	120
-Incremento de activos fijos	-60	-66	-72
-Incremento de NOF	-10	-11	-12
<b>Free cash flow</b>	<b>135</b>	<b>145</b>	<b>162</b>

Fuente: Elaboración propia

La obtención del flujo de fondos libre supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada período las inversiones necesarias para la continuidad del negocio. Es importante destacar que en el caso de que la empresa no tuviera deuda, el flujo de fondos libre sería idéntico al flujo de fondos para los accionistas, que es otra de las variantes de los flujos de fondos que se utilizan para valoraciones.

### ➤ El flujo de fondos disponible para las acciones

El flujo de fondos disponible para las acciones (CFac) se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada período a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda).

Se puede representar lo anterior de la siguiente forma:

$$CFac = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos de fondos disponibles para los accionistas. Este flujo de fondos supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada período, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o a recompra de acciones.

Al actualizar el flujo de fondos para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa (E), por lo cual la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por los accionistas ( $K_e$ ). Para hallar el valor de la empresa en su conjunto ( $D + E$ ), es preciso sumar al valor de las acciones (E), el valor de la deuda existente (D).

### ➤ **Capital cash flow**

Se denomina CCF (capital cash flow) a la suma del flujo de fondos para los poseedores de deuda más el flujo de fondos para las acciones. El flujo de fondos para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal.

Por lo tanto:

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D \qquad I = D \cdot K_d$$

Es importante no confundir el capital cash flow con el flujo de fondos libre o free cash flow<sup>8</sup>.

➤ **Cálculo del valor de la empresa a través del flujo de fondos libre**

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la actualización) de los flujos de fondos libres utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC<sup>9</sup>):

$E + D$  = valor actual [FCF; WACC], donde

$$WACC = \frac{(E \cdot K_s) + (E \cdot K_e) + (D \cdot K_d)(1 - T)}{E + D}$$

Siendo:  $D$  = valor de mercado de la deuda.  $E$  = valor de mercado de las acciones

$K_d$  = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda.

$T$  = tasa impositiva

$K_e$  = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.

El WACC se calcula ponderando el coste de la deuda ( $K_d$ ) y el coste de las acciones ( $K_e$ ), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda

---

<sup>8</sup>Con frecuencia se dice que el *free cash flow* es el flujo disponible para la deuda y las acciones. Obviamente, esto es falso. Por definición, el flujo disponible para la deuda y las acciones es el *capital cash flow*. El *free cash flow* es el hipotético flujo disponible para las acciones en el caso de que la empresa no tuviera deuda.

<sup>9</sup>El coste promedio ponderado de los recursos se denomina en inglés *weighted average cost of capital* (WACC).

más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

➤ **Cálculo del valor de las acciones a partir del flujo de fondos disponible para las acciones**

El valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el cash flow disponible para las acciones a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas a la empresa ( $K_e$ ). Sumando este valor de acciones y el valor de mercado de la deuda se determinan el valor de la empresa.

La rentabilidad exigida por los accionistas puede estimarse a través de alguno de los siguientes métodos:

- A partir del modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

$$K_e = (\text{Div}_1 / P_0) + g$$

Siendo:  $\text{Div}_1$  = dividendos a percibir en el período siguiente =  $\text{Div}_0 (1+g)$

$P_0$  = precio actual de la acción  $g$  = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos

- A partir del modelo de equilibrio de activos financieros (en inglés, *capital asset pricing model*, CAPM), que define así la rentabilidad exigida por los accionistas:

$$K_e = R_F + \beta P_M$$

Siendo:  $R_F$  = tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (de bonos del Estado)  $\beta$  = beta de la acción<sup>10</sup>  $P_M$  = prima de riesgo del mercado

Y así, partiendo de un determinado valor de la beta de las acciones, de la tasa sin riesgo y de la prima de riesgo del mercado, se puede calcular la rentabilidad exigida a las acciones.

### ➤ Cálculo del valor de la empresa a partir del capital cash flow

Según este modelo, el valor de la empresa (valor de mercado de sus recursos propios más el valor de mercado de su deuda) es igual al valor actual del capital *cash flows* (CCF) descontados al coste ponderado de los recursos antes de impuestos ( $WACC_{BT}$ ):

$$E + D = \text{valor actual [CCF; } WACC_{BT}\text{]}, \text{ donde } WACC_{BT} = \frac{E K_e + D K_d}{E + D}$$
$$CCF = CF_{ac} + CF_d$$

#### ▪ Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos

Las etapas fundamentales y los aspectos críticos para realizar una buena valoración por descuento de flujos son:

---

<sup>10</sup>La beta de una acción mide el riesgo sistemático o riesgo de mercado. Indica la sensibilidad de la rentabilidad de una acción de la empresa a los movimientos del mercado.

## ❖ **Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector**

### • **Análisis financiero**

- Evolución de las cuentas de resultados y balances
- Evolución de los flujos generados por la empresa
- Evolución de las inversiones de la empresa
- Evolución de la financiación de la empresa
- Análisis de la salud financiera
- Ponderación del riesgo del negocio

### • **Análisis estratégico y competitivo**

- Evolución del sector
- Análisis de las personas: directivos y empleados
- Evolución de la posición competitiva de la empresa
- Identificación de la cadena de valor
- Posición competitiva de los principales competidores
- Identificación de los inductores de valor (*value drivers*)

## ❖ **Proyecciones de los flujos futuros**

### • **Previsiones financieras**

- Cuentas de resultados y balances
- Flujos generados por la empresa
- Inversiones
- Financiación
- Valor residual o terminal
- Previsión de varios escenarios

- **Previsiones estratégicas y competitivas**

- Previsión de la evolución del sector
- Previsión de la posición competitiva de la empresa
- Posición y evolución estratégica de los competidores

- ❖ **Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos**

Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos.

- ❖ **Actualización de los flujos futuros**

Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones.

- ❖ **Interpretación de resultados**

BENCHMARKING del valor obtenido: comparación con empresas similares. Identificación de la creación de valor prevista. Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.



#### IV. PREGUNTAS DIRECTRICES

1. A través de la aplicación de un método financiero, ¿Cuál es el valor de la empresa CrediFactor, S.A. con la información disponible para el periodo terminado al 31 de diciembre del 2012; y proyecciones financieras para los próximos cuatro años (2013-2016)?
2. ¿Cuál es la situación financiera actual de la empresa?
3. ¿Cuáles son los métodos de valoración de empresas y por qué el método de los flujos de fondos descontados es considerado el método más correcto para evaluar?
4. ¿Qué beneficios ha tenido la empresa CrediFactor, S.A con la nueva estrategia de financiamiento a través de la emisión de bonos y papeles comerciales en la Bolsa de Valores de Nicaragua?

## V. OPERACIONALIZACION DE VARIABLES

Objetivos	Variables	Definición Conceptual de las Variables	Sub-variables	Indicadores
Determinar a través de la aplicación de un método financiero el valor de la empresa CrediFactor, S.A. con la información disponible para el periodo terminado al 31 de diciembre del 2012; y proyecciones financieras para los próximos cuatro años (2013-2016).	VALOR CREDIFACTOR	Cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa.  Empresa dedicada a la actividad económica de descuento de documentos y facturas (factoraje)	Valor real de la compañía	-Método de flujo de fondos descontados
Evaluar la situación financiera actual de la empresa	SITUACION FINANCIERA	Estado del activo, del pasivo y del patrimonio neto de una sociedad en un momento concreto.	Estados Financieros Indicadores Financieros	-Balance General -Estado de Resultados -Estado de Flujo de Efectivo -Indicadores de liquidez -Indicadores de rentabilidad -Indicadores de endeudamiento -Indicadores de actividad
Describir los métodos de valoración de empresas, utilizando el método de los flujos de fondos descontados, por ser considerado el método más correcto para evaluar.	METODOS VALORACION	Modo ordenado y sistemático de proceder para llegar a un resultado o valor determinado de una empresa	Parámetros y supuestos	-Tasa de descuento -Valor contable -Costo de capital -Costo de la deuda -Riesgo
Valorar si la empresa CrediFactor, S.A ha tenido beneficio, posterior a su nueva estrategia de financiamiento a través de la emisión de bonos y papeles comerciales en la Bolsa de Valores de Nicaragua.	ESTRETEGIA DE FINANCIAMIENTO  BOLSA DE VALORES DE NICARAGUA	Búsqueda de obtención de fondos para la puesta en marcha, mantenimiento o ampliación de una empresa, o para la introducción de nuevos proyectos.  Empresa que registra y autoriza emisiones de valores a través de puestos de bolsas.	Indicadores Financieros	-Indicadores de liquidez -Indicadores de rentabilidad -Indicadores de endeudamiento -Indicadores de actividad

## **VI. DISEÑO METODOLOGICO**

### **6.1 Tipo de estudio**

Según el enfoque de nuestro trabajo monográfico, el método que se emplea en esta investigación es mixta es decir de tipo cuantitativo y cualitativo; ya que se establecerán comparaciones de variables numéricas para su estudio financiero sin manipular o cambiar dichas variables, persiguiendo el propósito de la tesis y dar respuesta a las preguntas directrices, el cual es determinar el valor de la empresa CrediFactor, S.A. al 31 de Diciembre del 2012.

### **6.2 Método de investigación**

De acuerdo al enfoque intelectual de las preguntas directrices el método de investigación empleado es el deductivo-inductivo, que a partir de toda teoría existente sobre valoración de empresas se efectuará un análisis ordenado de la situación financiera de la empresa; con la finalidad de que las conclusiones estén en relación con las preguntas directrices de la investigación.

### **6.3 Técnicas para la recolección de información**

Las fuentes utilizadas que predominan en la investigación es mixta es decir tanto primarias como secundarias. Las primarias es aquella información original de primera mano como, por ejemplo, documentos originales, libros, trabajos creativos y la información secundaria es aquella información ya procesada. Generalmente se encuentra en sitios web ya sean libros digitales, enciclopedias financieras, bibliografía sobre métodos de valoración financiera.

El prospecto informativo de CrediFactor, S.A. es donde se desarrolla gran parte del contenido investigativo, el cual es publicado por el puesto de bolsa INVERNIC del Banco de Finanzas (BDF), ya que este es requisito indispensable para las empresas que participan en el mercado primario o secundario con el objetivo de que los posibles inversionistas analicen el documento y decidan entre invertir o no en esta empresa.

La recolección de la información fue por medio de una análisis documental y el método general de empleo es el sintético, finalmente se aplicaron los conocimientos adquiridos a través del desarrollo de un modelo de valoración de empresas utilizando el método de flujo de fondos descontados.

#### **6.4 Tratamiento de la información**

La información recopilada, esta descrita en el marco teórico de referencia; se resume los principales conceptos de interés.

En cuanto al contenido se describe a profundidad lo referente a la empresa CrediFactor, S.A., su giro de negocio, historia de constitución y crecimiento; así como el análisis financiero, que es lo que interesa.

Finalmente al establecer la fuente de información del trabajo como mixta; se procedió a hacer una amplia lista de los principales conceptos que tienen una íntima relación con el tema de estudio y los cuales son necesarios para hacer las conclusiones del estudio.

Es preciso validar la conclusión del estudio realizado por lo tanto se buscará la opinión de un experto en el tema para que apruebe lo siguiente: el modelo, la aplicación y el valor resultante.

## VII. ANALISIS Y DISCUSION DE LOS RESULTADOS

### 7.1 Información sobre la Emisión de Instrumentos

#### 7.1.1 Características del programa de Emisión

Cuadro 12

Nombre del Programa de Emisión	Programa de Emisión de Valores Estandarizados de Renta Fija.
Clase de Valores	Papel Comercial (Valores con plazos menores de 360 días) y Bonos (Valores con plazos iguales o mayores de 360 días)
Monto total del Programa de emisiones y monedas	Ocho Millones de Dólares de los Estados Unidos de América (US\$8,000,000.00)
Fecha de Emisión	25 de octubre del 2013
Denominación	Un mil Dólares (US\$1,000.00)
Tasa de Interés de cada Serie	7% semestral.
Periodicidad de pago	El principal e intereses serán cancelados al vencimiento.
Ley de Circulación	Anotación en Cuenta

<b>Precio</b>	Los valores serán Vendidos a la par, con premio o descuento de acuerdo a las condiciones del mercado.
<b>Carácter de Colocación</b>	La colocación de los valores será de carácter revolvente para los plazos no mayores de 360 días (Papel Comercial o Bonos)
<b>Plazo para la colocación del Programa</b>	Dos (2) años a partir de la fecha de registro por parte de la Superintendencia de Bancos.
<b>Forma de Colocación del Programa</b>	Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua y a través de los puestos de bolsa autorizados.
<b>Uso de los Fondos</b>	Capital de Trabajo y refinanciamiento de obligaciones existentes.
<b>Garantía</b>	Crédito General de CrediFactor
<b>Calificación del riesgo</b>	Largo Plazo BB+(nic), corto plazo B(nic) Perspectiva: Estable.

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

### 7.1.2 Forma de Colocación de los Valores

Los Valores de CrediFactor, S.A. serán colocados por medio del sistema de negociación de la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN) a través del Puesto de Bolsa INVERNIC, S.A., Puesto de Bolsa Representante y Agente de Pago del Emisor, el cual está debidamente autorizado para operar como tal por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SIBOIF) y Bolsa de

Valores de Nicaragua (BVDN). Los valores podrán ser colocados también por los demás Puestos de Bolsas autorizados para operar en el país.

La colocación de los Valores se realizará de acuerdo a las disposiciones establecidas en las normas y Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN), y se ejecutará cumpliendo con los procedimientos que ésta autoridad defina para tal efecto.

INVERNIC colocará los valores del presente Programa de Emisión bajo contrato de mejor esfuerzo, procurando colocar el total de la emisión dentro del período máximo de colocación, el cual comprende dos años. Esto significa que no existe obligación de parte de INVERNIC, S.A. ni de los demás Puestos de Bolsa autorizados por garantizar la colocación de todos o una parte de la emisión en el Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN).

Los valores serán vendidos a la par el día de la emisión, con premio o descuento de acuerdo a las condiciones existentes en el mercado. Los intereses se calcularán en base a años de 360 días calendario, compuestos por 12 meses de 30 días.

El procedimiento para la colocación de los valores es el siguiente:

- Los inversionistas acudirán a los puestos de bolsa autorizados para obtener información del Programa de Emisión de Valores Estandarizados de Renta Fija de CrediFactor, S.A. Cada inversionista recibe una copia del prospecto para su análisis y toma de decisión de inversión de los valores.
- Una vez tomada la decisión de adquirir los valores el inversionista debe llenar todos los formularios establecidos por las leyes, normativas y reglamentos establecidos con el fin de realizar operaciones en el mercado bursátil por medio del puesto de bolsa de su preferencia.

- El puesto de bolsa abre una cuenta de custodia a favor del cliente en la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL) cuenta donde se depositarán los valores adquiridos
- Los inversionistas realizan el depósito del monto a invertir en las cuentas del puesto de bolsa seleccionado para que este proceda a la adquisición de los valores
- El puesto de bolsa ingresa la orden de compra de los Valores en el sistema de negociación de la Bolsa de Valores de Nicaragua. INVERNIC aceptará las posturas de compra de los demás puestos de bolsa que estime convenientes así como las propias.
- Una vez calzada la operación de compra el sistema de negociación genera una Boleta de Operación con un número único, documento que será el soporte de la transacción realizada.
- INVERNIC recibirá el monto correspondiente de la transacción y trasladará a favor de CrediFactor la cantidad respectiva una vez deducidas las comisiones de intermediación correspondientes
- Una vez cancelados los montos correspondientes INVERNIC liberará los valores a favor de los puestos de bolsa compradores (incluyendo a INVERNIC cuando represente a inversionistas), valores que se debitarán de la cuenta de CrediFactor y se acreditarán en la cuenta de los compradores.
- Es obligación de los puestos de bolsa que representan a los inversionistas entregarles su debida Boleta de Operación generada por el sistema de negociación de la Bolsa de Valores de Nicaragua y el Certificado de Custodia generado por el sistema de custodia de la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL). Este último documento reflejará los valores adquiridos.



El Programa de Emisión de Valores Estandarizados de Renta Fija de CrediFactor, S.A. no podrá exceder un monto máximo colocado de U\$8, 000,000.00 (Ocho Millones de Dólares de los Estados Unidos). La colocación en el Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua de aquellos Valores emitidos con plazo de vencimiento inferior o igual a 360 días podrá tener carácter revolvente por el tiempo autorizado para la colocación del programa de emisiones.

### **7.1.3 Compromiso de CrediFactor**

Los Valores Estandarizados de Renta Fija estarán respaldados por el Crédito General de CrediFactor con el objeto de salvaguardar los intereses de los inversionistas y asegurar la solidez y liquidez de la empresa, CrediFactor, se compromete a mantener en todo momento, una razón de deuda patrimonio máxima de ocho a uno.

### **7.1.4 Calificación de Riesgo**

De acuerdo a la información facilitada por la empresa:

Fitch Ratings en Comité Ordinario de Calificación del día 28 de Mayo de 2013, afirmó la Calificación en BB+(nic) para Series de Largo Plazo y B(nic) para Series de Corto Plazo, Perspectiva Estable.

Fitch Ratings está inscrito en la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras como Sociedad Calificadora de Riesgo de emisiones de valores, cumpliendo de esta forma con el Arto. 4 de la Norma sobre Sociedades Calificadoras de Riesgo y el Arto. 18, Inciso C, de la Norma sobre Oferta Pública de Valores en Mercado Primario.

BB+(nic) Especulativa. Representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el

pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos.

B(nic) Altamente especulativa. Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

“+” o “-”: Las calificaciones pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías. (Ver anexo 47)

### **7.1.5 Forma de Representación**

Los valores se emitirán de forma desmaterializada. Esto significa que no se emitirán títulos físicos sino que las operaciones quedarán respaldadas con anotaciones en cuenta en una central de valores, en este caso, la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL). El inversionista por tanto no recibirá títulos físicos al realizar su inversión sino que recibirá un Certificado de Custodia emitido por CENIVAL y un Estado de Cuenta Mensual enviado por el puesto de bolsa que los represente.

### **7.1.6 Uso de los Fondos**

De acuerdo a la información facilitada por la empresa:

Los recursos obtenidos de la presente emisión serán destinados para: 1) Aumentar el capital de trabajo de la empresa en vista de la creciente demanda en las actividades de factoraje 2) Los recursos obtenidos podrán ser utilizados para el refinanciamiento de obligaciones existentes.

### 7.1.7 Puesto de Bolsa Representante, Colocador y Agente de Pago

Inversiones de Nicaragua, S.A. (INVERNIC)

### 7.1.8 Identificación de los Directores, Gerentes y Asesores involucrados en el proceso de Oferta Pública

De acuerdo a la información brindada por la empresa (2013):

Cuadro 13

Junta Directiva	Junta Directiva	Aprobación del Programa de Emisiones
Mauricio Pierson Stadthagen	Presidente Ejecutivo y Gerente General	Representante Legal de CrediFactor. Diseño de las Emisiones/ Preparación de la documentación requerida para la autorización de la Oferta Pública de los Valores.
Erasmus Holmann González	Vice Gerente General	Diseño de las Emisiones/ Preparación de la documentación requerida para la autorización de la Oferta Pública de Valores.
Irayda Guadamuz Matus	Contralor	Preparación de la documentación requerida para la autorización de la Oferta Publica de Valores.
Reyna Morales Ocón	Departamento Legal	Preparación de la documentación requerida para la documentación de la Oferta Pública de Valores.

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

## **7.2 Situación Financiera Consolidada Histórica y Proyectada**

Al cierre del año 2012, CrediFactor continuó con su estrategia de diferenciación dentro del mercado nacional de factoraje. La gerencia de CrediFactor considera que los siguientes factores han sido claves para el crecimiento y desarrollo de la empresa:

- Seminarios especializados para potenciales clientes.
- inversión en capacitación especializada y profesionalización del personal de CrediFactor en importantes cursos, conferencias y seminarios a nivel internacional.
- Confianza de los inversionistas y de los proveedores de fondos.
- Modelo de cercanía con el cliente, producto de la satisfacción de sus necesidades.

### **7.2.1 Situación Financiera Histórica**

A continuación se presentan los Estados Financieros de CrediFactor, S.A. por los períodos terminados al 31 de Diciembre 2012, 2011 y 2010. Se incluyen el Balance General, Estado de Resultados y Utilidades Retenidas, y el Estado de Flujos de Efectivo auditados.

## - Balance General

Un resumen del Balance General de CrediFactor, S.A. se presenta a continuación.

Cuadro 14

Concepto	Dic. 2012 (C\$)	Dic. 2011 (C\$)	Dic. 2010 (C\$)
<b>I. Activo</b>			
Disponibilidades	20,653,626	8,737,294	15,372,172
Descuentos de Facturas y de contratos por servicios	298,819,057	269,522,261	182,008,645
Deudores por arriendo financiero	1,414,122	1,803,520	-
Créditos prorrogados y préstamos vencidos	6,705,049	3,394,689	447,530
Crédito en cobro judicial	2,218,434	2,650,012	3,122,798
Intereses y comisiones por cobrar sobre créditos	6,962,066	4,758,820	3,522,867
Préstamos personales	-	56,100	75,278
Provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos	(8,541,639)	(6,814,923)	(5,709,182)
	328,230,715	284,107,773	198,840,108
Cuentas por cobrar accionistas	2,412,550	2,297,670	6,443,790
Otras cuentas por cobrar	180,642	76,683	-
Bienes de uso neto	3,769,706	4,767,339	3,531,323
Bienes recibidos en recuperación de crédito, neto	-	6,294,001	9,397,477
Otros Activos netos	6,776,199	3,210,388	551,360
	13,139,097	16,646,081	19,923,950
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>341,369,812</b>	<b>300,753,854</b>	<b>218,764,058</b>
<b>II. Pasivos y Patrimonio</b>			
Obligaciones por Factoraje	50,063,529	44,184,294	25,805,233
Obligaciones con Inst. Financieras C/p	100,724,024	89,208,574	57,988,609
Certificados de Inversión	86,575,227	60,663,686	44,202,650
	237,362,780	194,056,554	127,996,492
Obligaciones con Inst. Financieras L/p	18,094,125	22,976,700	21,882,500
Certificados de Inversión	12,665,888	28,284,318	2,188,250
Otras cuentas por pagar	8,897,012	7,058,193	18,353,238
Ingresos diferidos por donaciones	5,230,489	2,815,834	-
Otros Pasivos y Provisiones	4,685,524	1,047,655	8,601,494
	49,573,038	62,182,700	51,025,482
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>286,935,818</b>	<b>256,239,254</b>	<b>179,021,974</b>
<b>III. Inversiones de los accionistas</b>			
Capital Social	30,000,000	6,890,370	6,890,370
Reservas Patrimoniales	2,585,046	1,984,339	1,633,726
Resultados Acumulados	21,848,948	35,639,891	31,217,988
	54,433,994	44,514,600	39,742,084
<b>TOTAL PASIVOS y PATRIMONIO</b>	<b>341,369,812</b>	<b>300,753,854</b>	<b>218,764,058</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

**Nota:** Es importante mencionar que en el Balance General el saldo de cartera no guarda relación con el saldo presentado en préstamos bancarios, debido a que el

saldo de la cartera de crédito neto lo integra el 100 por ciento del valor total de las facturas descontadas, sin embargo de este valor al cliente solamente se le entrega en efectivo un porcentaje de su valor que puede ser entre el 70 y 90 por ciento.

La diferencia, CrediFactor lo registra contablemente en cuentas de pasivos “Obligaciones por factorajes”, este efectivo es entregado al cliente una vez que se recupera el 100 por ciento de las facturas cedidas.

### • Estados de Resultados

Un resumen del Estado de Resultados de CrediFactor, S.A. se presenta a continuación.

Cuadro 15

Concepto	Dic. 2012 (C\$)	Dic. 2011 (C\$)	Dic. 2010 (C\$)
<b>Ingresos</b>			
Ingresos financieros por cartera de créditos	60,062,328	48,532,908	38,708,132
Ingresos por ajustes monetarios	13,889,372	10,635,711	8,839,634
Ingresos operativos diversos (netos)	3,130,855	2,518,285	3,286,185
	<b>77,082,555</b>	<b>61,686,904</b>	<b>50,833,951</b>
<b>Gastos</b>			
Gastos Financieros	14,777,860	10,442,381	10,074,692
Otros Gastos Financieros	872,527	653,140	655,608
Gasto neto por estimación de riesgos crediticios	5,295,259	4,700,881	3,444,164
Gastos de Administración	26,981,116	26,193,097	20,383,873
Gastos por ajustes monetarios	11,914,485	9,339,499	7,235,727
	<b>59,841,247</b>	<b>51,328,998</b>	<b>41,794,064</b>
Resultado antes de IR	<b>17,241,308</b>	<b>10,357,906</b>	<b>9,039,887</b>
Gastos por Impuesto sobre la Renta	5,227,156	3,345,640	2,794,791
<b>Resultados neto del período</b>	<b>12,014,152</b>	<b>7,012,266</b>	<b>6,245,096</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

- **Estados de Cambios en el Patrimonio de los Accionistas**

Un resumen del Estado de Cambios en el Patrimonio de CrediFactor, S.A. se presenta a continuación.

Cuadro 16

Estados de Cambios en el Patrimonio				
Por los períodos terminados al 31 de Diciembre 2012,2011,2010 (Córdobas)				
	Capital Social Pagado	Reservas Patrimonial	Resultados Acumulados	Total Patrimonio
Saldos al 31 de diciembre de 2009	6,890,370	1,321,478	25,285,140	33,496,988
Resultados neto del período	-	-	6,245,096	6,245,096
Traspaso de Resultados neto a Reservas	-	312,248	-312,248	-
<b>Saldos al 31 de diciembre de 2010</b>	<b>6,890,370</b>	<b>1,633,726</b>	<b>31,217,988</b>	<b>39,742,084</b>
Resultados neto del período	-	-	7,012,266	7,012,266
Dividendos pagados	-	-	-2,239,750	-2,239,750
Traspaso de Resultados neto a Reservas	-	350,613	-350,613	-
<b>Saldos al 31 de diciembre de 2011</b>	<b>6,890,370</b>	<b>1,984,339</b>	<b>35,639,891</b>	<b>44,514,600</b>
Capitalización de resultados acumulados	23,109,630	-	-23,109,630	-
Dividendos pagados	-	-	-2,094,758	-2,094,758
Resultados neto del período	-	-	12,014,152	12,014,152
Traspaso de Resultados neto a Reservas	-	600,707	-600,707	-
<b>Saldos al 31 de diciembre de 2012</b>	<b>30,000,000</b>	<b>2,585,046</b>	<b>21,848,948</b>	<b>54,433,994</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

## • Estado de Flujos de Efectivo

Cuadro 17

Un resumen del Estado de Flujos de Efectivo de CrediFactor, S.A.:

Estado de Flujos de Efectivo por los años terminados al:	Dic. 2012 (C\$)	Dic. 2011 (C\$)	Dic. 2010 (C\$)
<b>Flujo de efectivo de las actividades de operación</b>			
Resultados del período	12,014,152	7,012,266	6,245,096
<b>Ajustes para conciliar el resultado del año con el efectivo provisto por la actividad de operación</b>			
Provisión y estimaciones de cartera	2,590,978	1,725,000	2,400,000
Provisiones para bienes adjudicados	2,704,281	2,975,881	1,044,164
Depreciación y amortizaciones	1,715,965	1,257,053	491,516
Baja de bienes de uso	185,577	379,427	-
Venta de bien adjudicado	3,242,011	-	-
Pérdida en ventas de bienes de uso y bienes adjudicados	347,709	-	11,339
Deslizamiento cambiario de obligaciones	9,789,298	6,952,626	4,390,832
Gasto de impuesto sobre la renta	5,227,156	3,345,640	2,794,791
<b>Variación neta en:</b>			
Cuentas por cobrar	-218,839	4,681,138	403,170
Intereses por cobrar sobre cartera	(2,203,246)	(1,235,953)	-812,058
Otros activos	(3,878,772)	(2,968,618)	361,635
Otras cuentas por pagar y provisiones	3,754,142	1,540,435	559,991
Intereses financieros por pagar	266,065	1,276,080	-637,675
	35,536,477	26,940,975	17,252,801
Impuestos sobre la renta pagado	(3,504,610)	(2,978,414)	(2,998,973)
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de operaciones</b>	<b>32,031,867</b>	<b>23,962,561</b>	<b>14,253,828</b>
<b>Flujos de efectivo por las actividades de inversión:</b>			
Incremento en cartera de créditos	(32,594,342)	(92,746,168)	(57,054,418)
Adiciones de Bienes de Uso	-590,948	(2,692,434)	-836,705
<b>Efectivo neto usado en las actividades de inversión</b>	<b>(33,185,290)</b>	<b>(95,438,602)</b>	<b>(57,891,123)</b>
<b>Flujos de efectivo por las actividades de financiamiento</b>			
Nuevos financiamientos	331,282,619	164,387,269	168,852,390
Pagos de financiamientos	(330,014,593)	(136,616,203)	(152,619,094)
Obligaciones por factoraje	5,879,235	18,379,061	2,737,479
Certificados de inversión	121,753,756	145,440,943	59,502,882
Pago de certificados de inversión	(116,151,159)	(108,972,753)	(35,142,951)
Acreedores Varios	-	(18,353,238)	(1,204,698)
Fondo Rotatorio	2,414,655	2,815,834	-
Dividendos Pagados	(2,094,758)	(2,239,750)	-
<b>Efectivo neto previsto por las actividades de Financiamiento</b>	<b>13,069,755</b>	<b>64,841,163</b>	<b>42,126,008</b>
<b>Disminución (aumento) neto del efectivo</b>	<b>11,916,332</b>	<b>(6,634,878)</b>	<b>(1,511,287)</b>
Efectivo al inicio del año	8,737,294	15,372,172	16,883,459
<b>Efectivo al final del año</b>	<b>20,653,626</b>	<b>8,737,294</b>	<b>15,372,172</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.



### 7.2.2 Supuestos de las Proyecciones

A continuación las proyecciones financieras elaboradas por la Administración de CrediFactor, S.A., según su propia apreciación de cuál será la posición financiera, resultados de operaciones, y flujos de fondos más probables de la Empresa.

- Balance General, Diciembre 2013 a Diciembre 2016
- Estado de Resultados, Diciembre 2013 a Diciembre 2016
- Flujo de Efectivo 2013 a 2016


Los principales supuestos incorporados en estas proyecciones son los siguientes:

- Crecimiento anual de Cartera Bruta según proyecciones, 2.00% en 2013, 7.00% en 2014 con relación al 2013 y 8.00% en 2015 y 2016 con relación a los años 2014 y 2015 respectivamente.
- Crecimiento anual de Ingresos entre 6.02% para el 2013, 7.00% para el 2014 con relación al 2013 y 8.00% para el 2015 y 2016 con relación a los años 2014 y 2015 respectivamente.
- El Margen Financiero Neto que resulta de dividir la utilidad neta entre los ingresos financieros mantiene una tendencia de 22.14% en el 2013, 23.06% en el 2014, 24.67% 2015 y 26.51% en el 2016
- La proporción de Gastos Operativos a Ingresos se mantiene en 5.00% durante los años 2013, 2014, 2015 y 2016
- El Crecimiento de Utilidades anual para el 2013 con relación al 2012 es del 17.34%, para el 2014, con relación al 2013 es del 11.47% para el 2015 con relación al año 2014 es el 15.50% y para el año 2016 con relación al año 2015 es del 16.08%. Los Gastos Financieros con relación a Ingresos y los Gastos Operativos se mantienen controlados
- Tipos de Cambio proyectados para el 2013 /C\$25.3318; 2014 /C\$26.5984; 2015 /C\$27.9283 y 2016 /C\$29.3247.

- Saldo de la emisión al cierre 2013: U\$4, 320,000; Saldo de la emisión al cierre 2014: US\$6, 800,000; Saldo de la emisión al cierre 2015: US\$7, 280,000 y Saldo de la emisión al cierre 2016: U\$7, 320,000.
- Las colocaciones de Cartera fueron calculadas basado en colocaciones históricas, aumentando un 2.00% para el 2013, 7.00% para el 2014, 8.00% para el 2015 y 2016.
- Los gastos fueron estimados basados en comportamientos históricos,
- Respecto al Patrimonio:
  - Se Reparten Dividendos a los Socios por Utilidades del período anterior, hasta un 25%.
  - Se provisionan anualmente Reservas Patrimoniales hasta un 5.00% de las Utilidades del Período.


Cuadro 18

## 7.2.3 Estados Financieros Projectados

 <b>CREDIFACTOR, S.A.</b> <b>Balance General</b> <b>Proyectados al 31 de Diciembre 2013, 2014, 2015, 2016</b> <b>(Expresado en Córdobas)</b>				
	2,013	2,014	2,015	2,016
<b>Disponibilidades (efectivo)</b>	<b>21066,699</b>	<b>21488,033</b>	<b>21917,793</b>	<b>22356,149</b>
<b>Inversiones temporales</b>	-	-	-	-
<b>Cartera de Crédito, Neta</b>	<b>304595,064</b>	<b>324293,947</b>	<b>348892,631</b>	<b>375650,298</b>
<b>Cartera de Crédito, Bruta</b>	<b>315536,703</b>	<b>337635,586</b>	<b>364634,270</b>	<b>393791,937</b>
Descuento de Factura	237333,022	253946,333	274262,040	296203,003
Descuentos de Contratos de Servicios	67462,416	72184,785	77959,568	84196,334
Deudores compra de Documentos	-	-	-	-
Cartera BID (Pulperías)	-	-	-	-
Préstamos Personales	-	-	-	-
Deudores por Arriendo Financiero	1442,405	1543,373	1666,843	1800,191
Créditos Prorrogados	2289,397	2449,654	2645,627	2857,277
Préstamos Vencidos	4746,660	5078,927	5485,241	5924,060
Crédito en Cobro Judicial	2262,803	2432,513	2614,952	2811,073
Provisión para cartera de Créditos	(10941,639)	(13341,639)	(15741,639)	(18141,639)
<b>Por cobrar accionistas</b>	<b>1413,444</b>	-	-	-
<b>Intereses por cobrar sobre Cartera</b>	<b>7101,307</b>	7598,399	8206,271	8862,772
<b>Otras Cuentas por Cobrar</b>	<b>4924,339</b>	4934,187	4944,056	4953,944
	<b>339100,851</b>	<b>358314,565</b>	<b>383960,750</b>	<b>411823,163</b>
	<b>3999,764</b>	<b>4222,722</b>	<b>4464,937</b>	<b>4685,901</b>
Edificio	4033,052	4033,052	4033,052	4033,052
Equipos y Mobiliario	1512,471	1618,343	1747,811	1887,636
Equipos de Computación	3233,377	3459,714	3736,491	4035,410
Vehículos	813,340	870,274	939,896	1015,088
Dep. Acumulada	(5592,475)	(5758,661)	(5992,312)	(6285,284)
	<b>2006,565</b>	<b>2069,069</b>	<b>2145,040</b>	<b>2226,923</b>
Software	862,920	923,324	997,190	1076,965
Gastos pagados por anticipado	1050,085	1052,185	1054,289	1056,398
Depósitos en Garantía	93,560	93,560	93,560	93,560
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>345107,180</b>	<b>364606,356</b>	<b>390570,727</b>	<b>418735,987</b>
<b>Obligaciones con el Público</b>	<b>51064,800</b>	<b>54639,335</b>	<b>59010,482</b>	<b>63731,321</b>
Obligaciones por factoraje	51064,800	54639,335	59010,482	63731,321
<b>Obligaciones con Inst. Financieras y Otros</b>	<b>188595,065</b>	<b>217441,624</b>	<b>224264,104</b>	<b>229319,123</b>
Préstamo BID/FOMIN	9499,416	9974,386	-	-
BIO	-	6649,591	-	-
Corporación IC	-	-	-	-
Préstamos BCIE	25331,775	19948,773	20946,211	14662,348
Certificados de Inversión	109433,268	180868,874	203317,893	214656,775
Micro Vest	37997,663	-	-	-
Préstamos bancarios	6332,944	-	-	-
<b>Fondo Rotatorio</b>	<b>5230,489</b>	-	-	-
<b>Cuentas y Gastos Acumulados por Pagar</b>	<b>5631,837</b>	3181,430	2354,057	2627,846
<b>Dividendos Por Pagar</b>	-	-	-	-
<b>Intereses sobre Préstamos por Pagar</b>	<b>4815,043</b>	5507,967	5647,797	5761,814
<b>Impuestos por Pagar</b>	<b>5404,706</b>	6053,294	7042,973	8235,256
	<b>260741,939</b>	<b>286823,651</b>	<b>298319,413</b>	<b>309675,360</b>
	<b>20039,354</b>	<b>1090,589</b>	<b>1140,655</b>	<b>1190,721</b>
Préstamos por pagar a largo plazo	18998,831	-	-	-
Provisión para indemnizaciones laborales	1040,523	1090,589	1140,655	1190,721
	<b>280781,293</b>	<b>287914,240</b>	<b>299460,068</b>	<b>310866,081</b>
Capital Social	30000,000	30000,000	30000,000	30000,000
Reservas Patrimoniales	3289,888	4075,600	4983,133	6036,635
Resultados Acum. De Ejercicios Anteriores	31036,000	42616,517	56127,526	71833,271
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>64325,888</b>	<b>76692,117</b>	<b>91110,659</b>	<b>107869,906</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>345107,180</b>	<b>364606,356</b>	<b>390570,727</b>	<b>418735,987</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

Cuadro 19

 <b>CREDIFACTOR, S.A.</b> <b>Estado de Resultados</b> <b>Proyectados por los Años terminados al 31 de Diciembre 2013, 2014, 2015, 2016</b> <b>(Expresado en Córdobas)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>63,680,022</b>	<b>68,137,624</b>	<b>73,588,634</b>	<b>79,475,724</b>
Por Créditos	63,680,022	68,137,624	73,588,634	79,475,724
<b>Gastos Financieros</b>	<b>16,227,691</b>	<b>16,782,022</b>	<b>17,214,717</b>	<b>17,570,651</b>
Por Obligaciones con Inst. Financieras	4,924,814	2,958,735	1,694,549	1,186,184
Por Certificado de Inversión y Otros Obligaciones	11,057,320	13,565,166	15,248,842	16,099,258
Otros Gastos Financieros	245,558	258,121	271,327	285,209
<b>Result. Finan. a/de ajustes monetarios</b>	<b>47,452,331</b>	<b>51,355,602</b>	<b>56,373,916</b>	<b>61,905,073</b>
Ingresos por Ajustes Monetarios	15,663,695	16,760,154	18,100,966	19,549,043
Gastos por Ajustes Monetarios	12,932,935	13,604,048	14,163,729	14,652,522
<b>Resultado financiero bruto</b>	<b>50,183,091</b>	<b>54,511,707</b>	<b>60,311,153</b>	<b>66,801,594</b>
Gastos de Reserva Contra Activo	2,720,527	2,856,553	2,999,381	3,149,350
<b>Resultado Financiero Neto</b>	<b>47,462,564</b>	<b>51,655,154</b>	<b>57,311,772</b>	<b>63,652,244</b>
<b>Ingresos Operativos Diversos</b>	<b>6,959,121</b>	<b>7,098,303</b>	<b>7,240,269</b>	<b>7,385,075</b>
Otros ingresos	6,959,121	7,098,303	7,240,269	7,385,075
<b>Gastos Operativos Diversos</b>	<b>3,390,001</b>	<b>3,457,801</b>	<b>3,526,957</b>	<b>3,597,496</b>
<b>Resultado Operativos Bruto</b>	<b>51,031,684</b>	<b>55,295,657</b>	<b>61,025,084</b>	<b>67,439,823</b>
<b>Gastos de Administración</b>	<b>30,893,331</b>	<b>32,846,755</b>	<b>35,095,552</b>	<b>37,339,777</b>
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>20,138,353</b>	<b>22,448,902</b>	<b>25,929,532</b>	<b>30,100,046</b>
Impuesto sobre la Renta	(6,041,506)	(6,734,671)	(7,778,860)	(9,030,014)
<b>Resultado Operativo después de IR</b>	<b>14,096,847</b>	<b>15,714,231</b>	<b>18,150,672</b>	<b>21,070,032</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.


Cuadro 20

**CREDIFACTOR, S.A.**  
**Estado de Cambios en el Patrimonio**  
**Proyectados al 31 de Diciembre 2013, 2014, 2015, 2016**  
**(Expresado en Córdobas)**

	Capital Social	Reservas	Resultados	Total Patrimonio
	Pagado	Patrimonial	Acumulados	
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2012</b>	<b>30000,000</b>	<b>2585,046</b>	<b>21848,948</b>	<b>54433,994</b>
Capitalización de resultados acumulados	-	-	-	-
Dividendos pagados	-	-	(4204,953)	(4204,953)
Resultados neto del período	-	-	14096,847	14096,847
Traspaso de Resultados neto a Reservas	-	704,842	(704,842)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2013</b>	<b>30000,000</b>	<b>3289,888</b>	<b>31036,000</b>	<b>64325,888</b>
Capitalización de resultados acumulados	-	-	-	-
Dividendos pagados	-	-	(3348,002)	(3348,002)
Resultados neto del período	-	-	15714,231	15714,231
Traspaso de Resultados neto a Reservas	-	785,712	(785,712)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2014</b>	<b>30000,000</b>	<b>4075,600</b>	<b>42616,517</b>	<b>76692,117</b>
Capitalización de resultados acumulados	-	-	-	-
Dividendos pagados	-	-	(3732,130)	(3732,130)
Resultados neto del período	-	-	18150,672	18150,672
Traspaso de Resultados neto a Reservas	-	907,534	(907,534)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2015</b>	<b>30000,000</b>	<b>4983,133</b>	<b>56127,525</b>	<b>91110,659</b>
Capitalización de resultados acumulados	-	-	-	-
Dividendos pagados	-	-	(4310,785)	(4310,785)
Resultados neto del período	-	-	21070,032	21070,032
Traspaso de Resultados neto a Reservas	-	1053,502	(1053,502)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2016</b>	<b>30000,000</b>	<b>6036,635</b>	<b>71833,270</b>	<b>107869,906</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

Cuadro 21

 <b>CREDIFACTOR, S.A.</b> <b>Estado de Flujos de Efectivo</b> <b>Proyectados por los Años terminados al 31 de Diciembre 2013, 2014, 2015, 2016</b> <b>(Expresado en Córdobas)</b>				
	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
<b>Flujo de efectivo de las actividades de operación</b>				
Resultados del período	14096,847	15714,231	18150,672	21070,032
<b>Ajustes para conciliar el resultado del año con el efectivo provisto por la actividad de operación</b>				
Provisión y estimaciones de cartera	2,720,527	2,856,553	2,999,381	3,149,350
Depreciación y amortizaciones	1,475,159	1,564,304	1,673,317	1,791,050
Baja de bienes de uso	-	-	-	-
Deslizamiento cambiario de obligaciones	7,150,533	10,367,124	10,855,295	11,520,300
Gasto de impuesto sobre la renta	6,041,506	6,734,671	7,778,860	9,030,014
<b>Variación neta en:</b>				
Cuentas por cobrar	987,181	1,401,495	- 11,973	- 11,997
Intereses por cobrar sobre cartera	- 139,241	- 497,092	- 607,872	- 656,502
Otros activos	- 643,509	1,913,686	- 873,053	163,382
Otras cuentas por pagar y provisiones	(2,381,878)	(2,496,940)	- 442,615	- 232,855
Intereses financieros por pagar	869,591	692,924	223,615	235,505
	30,176,715	38,250,957	39,745,627	46,058,279
Impuestos sobre la renta pagado	(4,483,931)	(5,335,114)	(5,982,311)	(8,221,725)
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de operaciones</b>	<b>25,692,784</b>	<b>32,915,843</b>	<b>33,763,316</b>	<b>37,836,554</b>
<b>Flujos de efectivo por las actividades de inversión:</b>				
Incremento en cartera de créditos	(6,700,568)	(19,182,315)	(27,328,216)	(29,615,579)
Adiciones de Bienes de Uso	(1,705,218)	(1,787,262)	(1,915,532)	(2,012,014)
<b>Efectivo neto usado en las actividades de inversión</b>	<b>(8,405,785)</b>	<b>(20,969,577)</b>	<b>(29,243,748)</b>	<b>(31,627,593)</b>
<b>Flujos de efectivo por las actividades de financiamiento</b>				
Nuevos financiamientos	81,648,848	46,088,053	47,029,279	21,993,525
Pagos de financiamientos	(103,232,261)	(111,000,803)	(64,068,873)	(29,324,700)
Obligaciones por factoraje	1,001,271	1,021,296	1,041,722	1,062,556
Certificados de inversión	82,099,118	237,629,374	203,757,310	225,232,848
Pago de certificados de inversión	(74,185,950)	(173,966,170)	(188,117,115)	(220,424,050)
Cancelación Fondo Rotatorio	-	(5,230,488)	-	-
Dividendos Pagados	(4,204,953)	(3,348,002)	(3,732,130)	(4,310,785)
Disminución de Fondos Rotatorios		(2,718,191)	-	-
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de Financiamiento</b>	<b>(16,873,927)</b>	<b>(11,524,932)</b>	<b>(4,089,807)</b>	<b>(5,770,605)</b>
<b>Disminucion (aumento) neto del efectivo</b>	<b>413,072</b>	<b>421,334</b>	<b>429,761</b>	<b>438,356</b>
Efectivo al inicio del año	20,653,626	21,066,698	21,488,033	21,917,793
<b>Efectivo al final del año</b>	<b>21,066,698</b>	<b>21,488,033</b>	<b>21,917,793</b>	<b>22,356,149</b>

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

### 7.3 Análisis Financiero de CrediFactor, S.A

#### 7.3.1 Razones Financieras de Estados Financieros Históricos (2010-2012)

Cuadro 22

CrediFactor, S.A			
Razones Financieras de Estados Financieros			
Para los años 2010-2012			
RAZONES	2010	2011	2012
<b>Liquidez</b>			
Razón circulante	1.61	1.49	1.42
Razón de liquidez inmediata	7.03%	2.91%	6.05%
<b>Rentabilidad</b>			
Rendimiento s/activos totales (ROA)	3.24%	2.70%	3.74%
Rendimiento s/patrimonio (ROE)	17.05%	16.65%	24.28%
Margen de Intermediación	17.41%	16.24%	15.24%
Margen Financiero	16.13%	14.45%	20.00%
<b>Actividad</b>			
Crecimiento de Cartera	30.43%	50.39%	11.09%
Cartera/Activo Total	82.26%	89.98%	88.06%
<b>Endeudamiento</b>			
Endeudamiento	81.83%	85.20%	84.05%
Deuda Financiera-Patrimonio	3.86	4.76	4.35

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

Esta sección se ha preparado con el fin de brindar toda la información relevante acerca de la condición financiera de CrediFactor y factores de riesgo asociados. Los principales indicadores para analizar la situación financiera de CrediFactor son:

- **Índices de Liquidez**
- **Índices de Rentabilidad**
- **Índices de Actividad**
- **Índices de Endeudamiento**

Estos se presentan de forma detallada a continuación. En cada caso se muestra el nombre del indicador, la forma en que se realizó el cálculo, el resultado y su interpretación. La información utilizada corresponde al último período auditado (Diciembre 2012) y las cifras aparecen en Córdobas.

#### **7.3.1.1 Índices Financieros de Liquidez**

##### **➤ Razón Circulante**

La razón circulante se mide por la capacidad de la empresa para satisfacer sus obligaciones a corto plazo a medida que ellas vencen. La razón circulante es una medida de liquidez que indica el grado en el que se cubren los derechos de los acreedores a corto plazo, mediante activos que se espera se conviertan en efectivo en un periodo que corresponda más o menos al vencimiento de dichas deudas.

La estabilidad de la razón circulante alrededor de 1.5 entre 2012 y 2010 indica que el crecimiento en activos y pasivos de CrediFactor ha sido ordenado y planificado. Esto le permite a CrediFactor mantener una cobertura adecuada para satisfacer sus compromisos de corto plazo, mientras aumenta su capital de trabajo con activos productivos. (Ver anexo 9)

*Cuadro 23*

<b>Liquidez</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Razón circulante	1.61	1.49	1.42

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.



### ➤ **Liquidez Inmediata**

Se obtiene al dividir las disponibilidades entre los activos totales. Este indicador mide la proporción de activos líquidos con respecto al activo total. (Ver anexo 10)

*Cuadro 24*

<b>Liquidez</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Razón de liquidez inmediata	7.03%	2.91%	6.05%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

La meta de la empresa es mantener este indicador como mínimo entre un rango del 2.0%-3.0%, con el objetivo de que los recursos de la empresa estén eficientemente colocados donde más generen rentabilidad.

### **7.3.1.2 Índices Financieros de Rentabilidad**

#### ➤ **Rendimiento sobre los Activos Totales (ROA)**

Se obtiene de dividir las utilidades netas dentro del promedio de activo total. Mide la efectividad de la administración para generar utilidades con el total de activos disponibles. (Ver anexo 11)

*Cuadro 25*

<b>Rentabilidad</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Rendimiento s/activos totales <b>(ROA)</b>	3.24%	2.70%	3.74%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

El nivel del ROA a Diciembre 2012 siempre supera el promedio del sistema financiero nacional (aproximadamente del 2.11%), convirtiendo a CrediFactor en una empresa financiera rentable.

### ➤ Rendimiento sobre Patrimonio (ROE)

Mide la tasa de rendimiento obtenido por los accionistas con base en su inversión. Se calcula al dividir las utilidades netas dentro del promedio del patrimonio total. (Ver anexo 12)

Cuadro 26

Rentabilidad	2010	2011	2012
Rendimiento s/patrimonio (ROE)	17.05%	16.65%	24.28%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

El índice de retorno sobre patrimonio incorpora implícitamente en su cálculo los márgenes financieros y la rotación de activos de la empresa. El nivel del ROE al cierre del 2012 (24.28%) indica que CrediFactor es una empresa financiera competitiva ya que se encuentra más alto que el promedio del sistema financiero nacional el cual osciló por el 21.59%.

### ➤ Margen de Intermediación

Este indicador es la diferencia entre los ingresos y gastos financieros divididos entre el saldo promedio de la cartera. El indicador mide el porcentaje de intermediación producto de las operaciones de la empresa. (Ver anexo 13)

Cuadro 27

Rentabilidad	2010	2011	2012
Margen de Intermediación	17.41%	16.24%	15.24%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

La estabilidad en el margen de intermediación de CrediFactor superior al 15% nos indica que la empresa ha logrado mantener su margen y ha venido ajustando sus tasas activas conforme han disminuido sus gastos financieros. Esto es una ventaja competitiva muy importante frente a la entrada de nuevos competidores en el mercado de descuento de facturas.

### ➤ **Margen Financiero Neto**

Este indicador se obtiene al dividir la utilidad neta entre los ingresos financieros. Este margen mide la capacidad de la empresa para generar utilidades después de considerar todos los gastos financieros y operativos. (Ver anexo 14)

*Cuadro 28*

<b>Rentabilidad</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Margen Financiero	16.13%	14.45%	20.00%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

Este indicador demuestra que la empresa está aprovechando su palanca de operación, es decir que aumenta sus utilidades en mayor proporción con una misma base de gastos. Esto reafirma las tendencias de los indicadores anteriores que demuestran que la rentabilidad de CrediFactor ha sido estable y con tendencia a la alza. A 2012 hubo un incremento significativo producto de la actividad económica generada en el año y la estabilidad de las líneas de crédito (bancos y bolsa de valores) las cuales permitieron financiar la cartera de crédito.

### **7.3.1.3 Índices Financieros de Actividad**

#### ➤ **Crecimiento de Cartera**

Se obtiene al dividir el saldo de cartera del período actual entre el saldo de cartera del período anterior, y así obtener la proporción de crecimiento de la cartera de la empresa. (Ver anexo 15)

*Cuadro 29*

<b>Actividad</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Crecimiento de Cartera	30.43%	50.39%	11.09%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

La empresa muestra un crecimiento constante de su cartera de crédito respecto al año anterior, producto de mantener una cartera estable de clientes más la captación de nuevos clientes en el año que finalizó.

#### ➤ **Cartera/Activo Total**

Se obtiene al dividir el saldo de cartera entre el activo total para medir la proporción del activo productivo dentro del balance general. (Ver anexo 16)

*Cuadro 30*

<b>Actividad</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Cartera/Activo Total	82.26%	89.98%	88.06%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

Al cierre del 2012 el 88.06% de los activos estaban en la cartera de crédito, lo cual demuestra que la empresa está enfocada en dirigir sus recursos hacia la cartera de clientes que constituye la fuente generadora de ingresos.

### **7.3.1.4 Índices Financieros de Endeudamiento**

#### ➤ **Razón de Endeudamiento**

Esta razón mide el porcentaje de fondos proporcionados por todos los acreedores de la empresa para el financiamiento de activos. Se obtiene al dividir el pasivo total entre los activos totales. (Ver anexo 17)

*Cuadro 31*

<b>Endeudamiento</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Pasivo/ Activo Total	81.83%	85.20%	84.05%

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

La estabilidad en este indicador nos confirma que el crecimiento de la empresa se ha dado conforme lo ha permitido la ampliación del patrimonio, y no a través de sobre endeudamiento. Adicionalmente, cabe señalar que las empresas financieras en general tienen altos índices de endeudamiento por lo que el observado en CrediFactor es bastante típico.

### ➤ Razón Deuda Financiera-Patrimonio

Esta medida indica la relación entre los fondos que proveen los acreedores financieros y los que aportan los accionistas. Se obtiene al dividir la deuda financiera total, que incluye los préstamos bancarios a corto y largo plazo, las obligaciones negociables y el saldo de acreedores varios, dentro del patrimonio (en el caso de CrediFactor, S.A., no se incluyen las obligaciones por factoraje porque son retenciones de las facturas cedidas). (Ver anexo 18)

*Cuadro 32*

<b>Endeudamiento</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Deuda Financiera-Patrimonio	3.86	4.76	4.35

Fuente: Prospecto Informativo CrediFactor S.A.

CrediFactor mantendrá siempre este indicador debajo de 8, y colocará la emisión de US\$8, 000,000.00 (Ocho Millones de Dólares) en la medida que lo requiera la demanda de sus clientes. Para el cierre 2012 la razón Deuda Financiera/Patrimonio de 4.35 demuestra que la empresa financia sus actividades tanto de acreedores financieros como de los accionistas en una proporción más que racional.

### 7.3.2 Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados (a Diciembre 2013-2016).

Cuadro 33

Análisis Financiero				
CrediFactor, S.A				
Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados				
Para los años 2013-2016				
RAZONES	2013	2014	2015	2016
<b>Liquidez</b>				
Razón circulante	1.30	1.25	1.29	1.33
Razón de liquidez inmediata	6%	6%	6%	5%
<b>Rentabilidad</b>				
Rendimiento s/activos totales	4%	4%	5%	5%
Rendimiento s/patrimonio	24%	20%	20%	20%
Margen de Intermediación	15.68%	16.33%	16.75%	17.09%
Margen Financiero	22%	23%	25%	27%
<b>Actividad</b>				
Crecimiento de Cartera	1.32%	6.47%	7.59%	7.67%
Cartera/Activo Total	88%	88.94%	89.33%	89.71%
<b>Endeudamiento</b>				
Endeudamiento	81%	79%	77%	74%
Deuda Financiera-Patrimonio	3.23	2.84	2.46	2.13

Fuente: Elaboración propia

### 7.3.3 Análisis de Tendencia Sobre las Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados (a diciembre 2013-2016)

Cuadro 34

Análisis de Tendencia sobre las Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados (Ver anexo 29-39)				
CrediFactor, S.A				
Para los años 2013-2016				
RAZONES	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
<b>Liquidez</b>				
Razón circulante	-0.12	-0.05	0.04	0.04
Razón de liquidez inmediata	0%	0%	0%	0%
<b>Rentabilidad</b>				
Rendimiento s/activos totales	0%	0%	0%	0%
Rendimiento s/patrimonio	-1%	-3%	-1%	0%
Margen de Intermediación	0%	0%	0%	0%
Margen Financiero	2%	1%	2%	2%
<b>Actividad</b>				
Crecimiento de Cartera	1.32%	6.47%	7.59%	7.67%
Cartera/Activo Total	0.26%	0.68%	0.39%	0.38%
<b>Endeudamiento</b>				
Endeudamiento	-3%	-2%	-2%	-2%
Deuda Financiera-Patrimonio	-1.12	-0.39	-0.37	-0.34

Fuente: Elaboración propia

### 7.3.3.1 Interpretación Análisis de Tendencia Sobre las Razones Financieras de Estados Financieros Proyectados (a diciembre 2013-2016)

- **Índices Financieros de Liquidez**

- **Razón Circulante**

Cuadro 35

<b>Liquidez</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
Razón circulante	-0.12 veces	-0.05 veces	0.04 veces	0.04 veces

Fuente: Elaboración propia

Según los resultados obtenidos en este indicador, la tendencia es decreciente a través de los años, disminuyendo en 0.12 veces para el año 2013 respecto al 2012 y en 0.05 veces para el año 2014 respecto al 2013, recuperándose de manera ascendente en los siguientes años en 0.04 veces. Esta razón demuestra que la empresa mantiene la capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo, ya que sus activos (recursos) son mayores que sus pasivos (deudas y obligaciones). (Ver anexo 19)

- **Razón de Liquidez inmediata**

Cuadro 36

<b>Liquidez</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
Razón de liquidez inmediata	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %

Fuente: Elaboración propia

En este indicador el resultado es irrelevante, puesto que no existen variaciones porcentuales de un año a otro. Esta razón nos indica que para la empresa las disponibilidades son consideradas como el activo líquido con mayor proporción respecto a su activo total. (Ver anexo 20)



- **Índices Financieros de Rentabilidad**

- **Rendimiento sobre Activos Totales (ROA)**

*Cuadro 37*

<b>Rentabilidad</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
Rendimiento s/activos totales	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %

Fuente: Elaboración propia

Este indicador es invariable ya que no existen diferencias porcentuales de un año respecto a otro, sin embargo la empresa ha continuado trabajando para generar utilidades a sus accionistas a través del uso eficaz de sus activos disponibles, lo que nos indica que la empresa está generando el mismo rendimiento a través de los años. (Ver anexo 21)

- **Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE)**

*Cuadro 38*

<b>Rentabilidad</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>
Rendimiento s/patrimonio	-1%	-3%	-1%	0%

Fuente: Elaboración propia

La tendencia de este indicador es decreciente, muestra que existe una leve disminución de 1% en el año 2013 respecto al 2012, 3% en el año 2014 respecto al 2013 y 1% en el año 2015 respecto al 2014, recuperándose en el año 2016. Esto se debe a que la junta de accionistas ha decidido el aumento de una parte de las utilidades retenidas, lo que le permite a la empresa disponer de mayores recursos para lograr un incremento en las utilidades como efecto de los nuevos recursos asignados a la empresa. Esta razón indica el rendimiento obtenido sobre la inversión de los accionistas en la empresa. (Ver anexo 22)

### ➤ Margen de Intermediación

Cuadro 39

Rentabilidad	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
Margen de Intermediación	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Fuente: Elaboración propia

En los resultados de este indicador no existe variación de un año respecto a otro. Esto se debe a que los ingresos financieros por créditos aumentaron en los años proyectados en una proporción de 5 millones por año, sin embargo los gastos financieros por certificados de inversión y otras obligaciones para esos años aumentaron proporcionalmente, así mismo los otros gastos financieros de manera leve. (Ver anexo 23)

### ➤ Margen Financiero Neto

Cuadro 40

Rentabilidad	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
Margen Financiero	2%	1%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a los resultados de este indicador se muestra que no presenta cambios significativos a través de los años, pese al aumento de los ingresos financieros por créditos producto de la implementación de la nueva estrategia de financiamiento por medio de la bolsa de valores, no se refleja un gran impacto ya que la empresa no ha cumplido en su totalidad con las obligaciones a largo plazo que tiene con las instituciones bancarias. (Ver anexo 24)

- **Índices Financieros de Actividad**

- **Crecimiento de Cartera**

Cuadro 41

Actividad	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
Crecimiento de Cartera	1.32%	6.47%	7.59%	7.67%

Fuente: Elaboración propia

Este indicador muestra un aumento de 1.32% para el año 2013 respecto al año 2012 y el crecimiento se mantiene para los siguientes periodos de la proyección llegando a alcanzar su máximo crecimiento en 2016 de un 7.67%, logrando de esta manera el objetivo de captar más cuota de mercado. (Ver anexo 25)

- **Cartera/ Activo Total**

Cuadro 42

Actividad	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
Cartera/Activo Total	0.26%	0.68%	0.39%	0.38%

Fuente: Elaboración propia

Este indicador muestra un leve aumento de un año con respecto a otro, la cartera es el activo más importante para la empresa ya que su rubro principal se centra en ésta y se debe principalmente también a que CrediFactor hace un esfuerzo permanente para aumentar su cartera de clientes o para mantenerla invariable. Esta razón indica la proporción del activo productivo que le corresponde a la cartera dentro del activo total. (Ver anexo 26)

- **Índices Financieros de Endeudamiento**

- **Razón de Endeudamiento**

Cuadro 43

<b>Endeudamiento</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2104-2015</b>	<b>2015-2016</b>
Pasivo total/Activo Total	-3%	-2%	-2%	-2%

Fuente: Elaboración propia

La tendencia en este indicador es descendente, lo cual es positivo para la empresa, ya que muestra que en el transcurso de los años CrediFactor no aumentará sus deudas para la adquisición de activos. También se puede observar que sus pasivos son menores respecto a sus activos. Esta razón mide la proporción de los activos totales que financian los acreedores de la empresa. (Ver anexo 27)

- **Razón Deuda Financiera-Patrimonio**

Cuadro 44

<b>Endeudamiento</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>	<b>2104-2015</b>	<b>2015-2016</b>
Deuda Financiera-Patrimonio	-1.12 veces	-0.39 veces	-0.37 veces	-0.34 veces

Fuente: Elaboración propia

En este indicador se observa que la tendencia es descendente, lo cual indica que la empresa está disminuyendo su grado de endeudamiento en el transcurso de los años, principalmente las deudas provenientes del financiamiento con instituciones bancarias, debido también a que ha optado por el financiamiento en bolsa.

Esta medida indica la relación entre los fondos que proveen los acreedores financieros y los que aportan los accionistas. Determina hasta qué grado el negocio está en mano de los propietarios o de los acreedores. (Ver anexo 28)

## 7.4 Capital

En el año 2012, la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas resolvió autorizar a través de Acta No. 93, en sesión de las dos y treinta minutos de la tarde del día 29 de Mayo del 2012, lo siguiente:

d) Se autorizó las Reformas a la Escritura de Constitución Social y Estatutos de la Sociedad para que, en lo sucesivo, las Cláusulas Primera (Denominación), Tercera (Objeto), ajustándose a la nueva legislación en materia de factoraje; Quinta (Capital Social Autorizado), Sexta (Acciones), Séptima (Acciones Preferentes), Octava (Restricción en la Circulación de Acciones), Novena (Derecho de Preferencia), Décima (Administración), Décima Primera (Representación), Décima Segunda (Junta General de Acciones), Décima Tercera (Resoluciones), Décima Quinta (Ejercicio Económico y Balance), Décima Octava (Métodos Alternos de Solución de Conflictos), Vigésima (Suscripción y Pago de Acciones), la nueva cláusula vigésima Primera (Estipulaciones Especiales para los Accionistas Titulares de Acciones Preferentes Serie C) del Pacto Social; y artículos conducentes de los Estatutos, para que conjuntamente con el resto de las cláusulas y artículos del Pacto Social y Estatutos, se lean en un solo texto;

En materia de capital que incrementó el capital social autorizado de la sociedad, reformándose el contenido de la CLÁUSULA QUINTA, y CLÁUSULA VIGÉSIMA del Pacto Social, estableciéndose que “El monto del Capital Social Autorizado es la suma de: CIENTO CINCO MILLONES DE CORDOBAS (C\$ 105,000,000.00), representado en un total de: SIETE MILLONES (7,000,000.00) de ACCIONES de las cuales: Son ACCIONES COMUNES con valor nominal de: QUINCE CORDOBAS (C\$ 15.00) cada una.

## 7.5 Reparto de Utilidades


La Junta Directiva formulará un plan de aplicación de las utilidades y lo propondrá a la Junta General de Accionistas para su aprobación junto con un plan para la distribución de dividendos entre los accionistas, la cual deberá ser hecha a prorrata entre las acciones suscritas.

La Junta General de Accionistas resolverá lo que estime conveniente sobre la aplicación de utilidades, pudiendo inclusive dentro de las regulaciones sociales, resolver que las utilidades sean destinadas en su totalidad al incremento o formación de reservas.

CrediFactor, S.A., podrá repartir dividendos a sus accionistas hasta el 25% de las ganancias anuales acumuladas en períodos anteriores.

## 7.6 Flujo de Efectivo Proyectado (A Diciembre 2013-2016)

Cuadro 45

 <b>FLUJO DE EFECTIVO DESCONTADO Y CALCULO DEL VALOR FINANCIERO DE LA EMPRESA CREDIFACTOR, S.A</b>				
CONCEPTO	2013	2014	2015	2016
Utilidad antes de impuestos	C\$ 20,138,353.00	C\$ 22,448,902.00	C\$ 25,929,532.00	C\$ 30,100,046.00
Impuesto sobre la Renta	6,041,505.90	6,734,670.60	7,778,859.60	9,030,013.80
Utilidad después de Impuestos	14,096,847.10	15,714,231.40	18,150,672.40	21,070,032.20
Gastos que no requirieron desembolso de efectivo	17,387,725.00	21,522,652.00	23,306,853.00	25,490,714.00
<b>Flujo de Efectivo Proyectado</b>	<b>C\$ 31,484,572.10</b>	<b>C\$ 37,236,883.40</b>	<b>C\$ 41,457,525.40</b>	<b>C\$108,243,045.91</b>

Fuente: Elaboración propia

## 7.7 Calculo del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) y Valor Financiero de la Empresa (Ver anexos 40-46)

Cuadro 46



### FLUJO DE EFECTIVO DESCONTADO Y CALCULO DEL VALOR FINANCIERO DE LA EMPRESA CREDIFACTOR, S.A

CONCEPTO	2013	2014	2015	2016
Utilidad antes de impuestos	C\$ 20,138,353.00	C\$ 22,448,902.00	C\$ 25,929,532.00	C\$ 30,100,046.00
Impuesto sobre la Renta	C\$ 6,041,505.90	C\$ 6,734,670.60	C\$ 7,778,859.60	C\$ 9,030,013.80
Utilidad después de Impuestos	C\$ 14,096,847.10	C\$ 15,714,231.40	C\$ 18,150,672.40	C\$ 21,070,032.20
Gastos que no requirieron desembolso de efectivo	C\$ 17,387,725.00	C\$ 21,522,652.00	C\$ 23,306,853.00	C\$ 25,490,714.00
<b>Flujo de Efectivo Proyectado</b>	<u>C\$ 31,484,572.10</u>	<u>C\$ 37,236,883.40</u>	<u>C\$ 41,457,525.40</u>	<u>C\$ 108,243,045.91</u>
Factor de Descuento= $(1+k)^{-n}$	0.88	0.78	0.69	0.61
Flujo Descontado	C\$ 27,862,453.19	C\$ 29,161,941.73	C\$ 28,732,144.71	C\$ 66,387,487.20
<b>Valor Actual Neto</b>	<b>C\$152,144,026.83</b>			
<b>T/C 31/12/2012= C\$24.1255</b>	<b>C\$ 6,306,357.46</b>			

Fuente: Elaboración propia

## 7.8 Interpretación de los Resultados

### Resumen de los Resultados:

**Valor de CrediFactor, S.A con los Estados Financieros Proyectados publicados por la empresa (2013):**

**Valor de la empresa en Córdobas: C\$ 152, 144,026.83**

**Valor de la empresa en Dólares: US 6, 306,357.46**

De acuerdo a los resultados obtenidos, desde el punto de vista financiero para la empresa, este precio es el punto de partida que se pagaría por CrediFactor, S.A si los accionistas considerasen vender, tomando en cuenta los supuestos establecidos en el marco teórico de la tesis. Este precio se encuentra basado en la probabilidad de que la colocación de los instrumentos financieros sea paulatina por las características del mercado de valores de Nicaragua. El crecimiento se basó en la información histórica de la compañía.

Este valor no solo indica el valor presente de los distintos elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, sino también las expectativas acerca de los beneficios que se espera que la empresa genere en el futuro. Es decir, que hasta Diciembre 2012 este valor representa para los accionistas el resultado de su inversión desde la fundación de la empresa, el valor que han generado a su empresa adicionalmente en estos años de operación y es una pauta de previsión al futuro de la misma.

Para los inversionistas una empresa capaz de obtener ganancias es atractiva y confiable, el valor de las acciones de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero, por tanto mientras más alto sea su precio más interés de inversión por parte de terceros habrá sobre la empresa ya que esto demuestra que la empresa es rentable, cuenta con salud financiera y condiciones óptimas, además cabe



destacar que la finalidad de todo inversionista es obtener un retorno razonablemente aceptable sobre su capital invertido.

Posteriormente, después de llevar a cabo la investigación documental e implementar el modelo de valoración financiera para calcular el importe de CrediFactor, S.A se procedió a considerar si el contenido del documento, los conceptos planteados, la información relevante de CrediFactor, S.A y el modelo de valoración en si fueron suficientes para llevar a cabo el proceso, y los resultados obtenidos son satisfactorios, igualmente se realizaron los cálculos básicos para lograr el resultado obtenido (Ver Anexos).

## VIII. CONCLUSION

Se concluye a partir del análisis realizado a los estados financieros proyectados, que la empresa CrediFactor S.A no ha reflejado beneficios monetarios considerables, posterior a la estrategia de financiamiento a través de la Bolsa de Valores de Nicaragua implementada por la empresa. Esto se debe principalmente a que aún no ha cumplido totalmente con sus obligaciones financieras contraídas a largo plazo con Instituciones Bancarias.

Otro factor importante que ha afectado a la empresa, es la entrada de nuevos competidores en el mercado del Factoraje.

Así mismo se ha observado que la situación financiera de la empresa CrediFactor, S.A ha permanecido sin variaciones significativas según muestran los resultados obtenidos en el análisis financiero aplicado a la empresa por los años (proyectados) comparativos del 2013-2016, donde se aplica las principales razones financieras para este tipo de institución.

Cabe destacar que el desempeño financiero de CrediFactor S.A se ha basado en implementar nuevas estrategias de financiamiento como es la emisión de bonos y papeles comerciales a través de la Bolsa de Valores de Nicaragua. Tratando de desligarse del financiamiento por medio de las instituciones bancarias. Todo esto con el objetivo de obtener un mayor capital de trabajo a menor costo y que le permita aumentar su cartera crediticia. En base a lo anteriormente mencionado concluimos que el desempeño financiero de CrediFactor S.A posterior a su nueva estrategia de financiamiento no ha mostrado variaciones significativas a través de los años proyectados.

En esta tesis se hace mención de los principales métodos de valoración de empresas, los cuales se dividen en 6 grupos que son: aplicable al Balance, aplicable a las Cuentas de Resultados, Mixtos (Goodwill), Descuento de Flujos, Creación de

Valor y Opciones. Dentro de estos grupos se encuentran inmersos diferentes tipos de aplicaciones según el objetivo que persiga el interesado en realizar la valoración financiera de la empresa. En este caso se ha aplicado el método de Descuentos de Flujos, del cual se utilizó el Flujo de Fondos Libre por ser el más utilizado y considerado el más correcto para calcular el valor de una empresa, debido a que éste se basa en la operación de la misma, es decir en la capacidad que tiene la empresa para generar flujos; así mismo este método da un valor más cercano a la realidad de la institución.

Una vez realizado todo el procedimiento necesario y descrito en el marco teórico de ésta tesis para la aplicación del método anteriormente mencionado, se ha llegado a determinar que el valor financiero de CrediFactor, S.A al 31 de diciembre del 2012 con proyecciones a cuatro años que comprende el período 2013-2016 es de Ciento cincuenta y dos millones ciento cuarenta y cuatro mil veintiséis córdobas netos con ochenta y tres centavos (C\$ 152,144,026.83) equivalente en dólares norteamericanos y de acuerdo al tipo de cambio del Banco Central a esa fecha en Seis millones trescientos seis mil trescientos cincuenta y siete dólares netos con cuarenta y seis centavos (U\$ 6,306,357.46).

Es importante destacar que el cálculo realizado es un punto de partida para negociar la venta de CrediFactor, S.A, si se diese, y que este valor va en dependencia del criterio que consideran las personas interesadas en la valoración financiera de la empresa ya que pueden ser diferentes entre las partes.

Se ha cumplido con el propósito de este trabajo el cual ha sido obtener a través de un modelo financiero el valor de CrediFactor, S.A. Existen varios métodos de cálculo, sin embargo lo más importante es hacer la correcta aplicación de éstos.

Finalmente, es importante señalar que la realización de ésta tesis monográfica nos ha permitido enriquecer nuestros conocimientos financieros sobre el tema desarrollado y es satisfactorio personalmente para nosotras aportar este estudio a

todo el estudiantado de nuestro recinto universitario, así como las personas externas a él que deseen consultarlo. Consideramos que todos los temas abarcados permitieron poder alcanzar el objetivo principal de ésta tesis y será una herramienta de análisis provechoso y útil tanto para nuestra vida profesional como académica para futuros estudios de postgrados y maestrías.

## IX. RECOMENDACIONES

1. Aumentar la capacidad de generar beneficios y flujos de caja a través de la adecuada implementación de sus recursos monetarios en proyectos más productivos y que les generen mayor rentabilidad y de esta manera optimizar el costo de los recursos aportados por las instituciones financieras, tal como invertir en crear sucursales departamentales que le permita cubrir ese nicho de mercado y llegar a empresas que no están establecidas en la capital, a las cuales se les puede ofrecer el servicio tomando ventajas sobre las demás empresas que ofrecen específicamente el factoraje.
2. Reducir los costos de los servicios por debajo de los que ofrece la competencia de manera que pueda aumentar su cartera de clientes y la preferencia de los mismos.
3. Agilizar el pago de las deudas contraídas con los bancos para obtener mayor capital que pueda colocar en el mercado, y de ésta manera identificar claramente el impacto que le aporta el financiamiento con emisión de bonos y papeles comerciales en lo que se refiere a disminuir los costos de financiamiento aprovechando la nueva estrategia implementada, para determinar si es rentable o no.
4. CrediFactor, S.A debe mejorar el margen operativo, debiendo realizar un análisis exhaustivo de su estructura de gastos e implementar una reducción de estos sin afectar la operatividad de la compañía y calidad de sus servicios.
5. La empresa debe continuar trabajando para llevar a cabo la colocación de bonos y papeles comerciales a través de la Bolsa de Valores de Nicaragua, así como considerar una futura emisión de acciones. Todo esto promoviendo la inversión en títulos valores por parte del público a través de la implementación de las estrategias publicitarias adecuadas donde se resalte la información necesaria para invertir y los beneficios que esto trae consigo.

## X. BIBLIOGRAFIA

Asamblea Nacional (2001) Ley del Factoraje en Nicaragua (Ley 740) Managua, Nicaragua

Bonilla Avilés, Mairena Montiel (2012) Análisis del Factoraje como Fuente de Financiamiento a Corto Plazo en Nicaragua. UNAN-Managua

Fernández, P. (2008). Métodos de Valoración de empresas. Madrid, España: IESE Business School, CIIF, Universidad de Navarra.

Gitman, L (2007) Principios de Administración Financiera, decimoprimer edición. Pearson Educación, México.

Hernández, M & Baltodano, B (2012) Métodos de evaluación financiera. UNAN-Managua

[http://www.madrid.org/cs/StaticFiles/Emprendedores/Analisis\\_Riesgos/pages/pdf/proyecciones\\_financieras\\_es.pdf](http://www.madrid.org/cs/StaticFiles/Emprendedores/Analisis_Riesgos/pages/pdf/proyecciones_financieras_es.pdf)

<http://bolsanic.com/>

<http://www.invernic.com/>

<http://definicion.de/proyeccion-financiera/>

[http://www.unsa.edu.ar/afinan/dfe/trabajos\\_practicos/afic/AFIC%20Cap10%20Proyecciones%20financieras.pdf](http://www.unsa.edu.ar/afinan/dfe/trabajos_practicos/afic/AFIC%20Cap10%20Proyecciones%20financieras.pdf)

<http://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2011/03/el-analisis-de-sensibilidad-pa.html>

[http://www.uady.mx/~contadur/files/material-clase/raul-vallado/CF05\\_NIFA5.pdf](http://www.uady.mx/~contadur/files/material-clase/raul-vallado/CF05_NIFA5.pdf)

<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/15/estadosfros.htm>

[http://es.wikipedia.org/wiki/Estado\\_de\\_resultados](http://es.wikipedia.org/wiki/Estado_de_resultados)

[https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta\\_publico/con\\_nor\\_co/vigentes/niif/NiIF\\_PYMES.pdf](https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_publico/con_nor_co/vigentes/niif/NiIF_PYMES.pdf)

<http://definicion.de/analisis-financiero/>

<http://www.gerencie.com/que-es-el-analisis-financiero.html>

<http://www.gerencie.com/clasificacion-de-los-metodos-de-analisis-financiero.html>

<http://www.gerencie.com/sistema-dupont.html>

<http://www.fcca.umich.mx/descargas/apuntes/Academia%20de%20Finanzas/Finanzas%20I%20Mauricio%20A.%20Chagolla%20Farias/12%20tendencias.pdf>

<http://mexico.smetoolkit.org/mexico/es/content/es/3561/Otros-m%C3%A9todos-de-an%C3%A1lisis-financiero>

<http://es.wikipedia.org/wiki/Factoraje>

Instituto Superior de Estudios Empresariales (1994) Gestión Económico- Financiera: I Valoración de Empresas

Oporta, J (2013) Aplicación de un modelo financiero para la valoración de empresa comercializadora AGRICORP, S.A Y SUBSIDIARIAS para el periodo terminado al 31 de diciembre del 2012. UNAN-Managua

Rojo Ramírez, Alfonso, Valoración de empresas, Universidad de Almeria.

Sarmiento, J. (2010). Valoración de empresas. Pontificia Universidad Javeriana.

**ANEXOS**



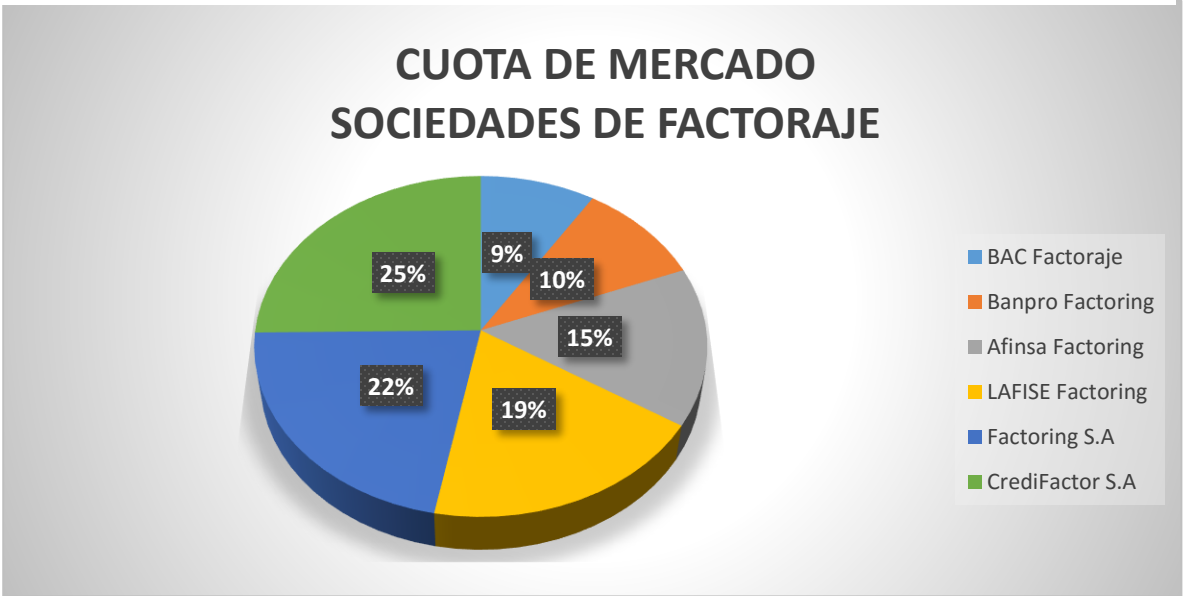
# ESTUDIO DE MERCADO DEL FACTORAJE

Anexo 1

EMPRESA	CARTERA	%
BAC Factoraje	C\$ 108,738,900.00	9.00%
Banpro Factoring	120,821,000.00	10.00%
Afinsa Factoring	181,231,500.00	15.00%
LAFISE Factoring	229,559,900.00	19.00%
Factoring S.A	263,268,959.00	21.79%
CrediFactor S.A	304,589,741.00	25.21%
TOTAL	C\$ 1,208,210,000.00	100.00%

Fuente: Elaboración propia

Anexo 2



Fuente: Elaboración propia

<b>CREDIFACTOR, S.A</b> <b>Estado de Resultado</b> <b>Análisis de Crecimiento</b> <b>Al 31 de Diciembre para los años 2012-2013</b> <b>(Expresado en Córdoba)</b>			
<b>CONCEPTO</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>CRECIMIENTO % 2012-2013</b>
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>C\$ 60,062,328.00</b>	<b>C\$ 63,680,022.00</b>	<b>6.02%</b>
por créditos	60,062,328.00	63,680,022.00	<b>6.02%</b>
<b>Gastos Financieros</b>	<b>15,650,027.00</b>	<b>16,227,692.00</b>	<b>3.69%</b>
Por obligaciones con inst. financieras	8,267,934.00	4,924,814.00	<b>-40.43%</b>
Por certificados de inversión y Otros obligaciones	6,509,566.00	11,057,320.00	<b>69.86%</b>
Otros Gastos Financieros	872,527.00	245,558.00	<b>-71.86%</b>
<b>Resultado Fin. a/de ajuste monetario</b>	<b>44,412,301.00</b>	<b>47,452,330.00</b>	<b>6.85%</b>
Ingresos por ajuste monetario	1,974,887.00	15,663,695.00	<b>693.14%</b>
Gastos por ajuste monetario		12,932,935.00	
<b>Resultado financiero bruto</b>	<b>46,387,188.00</b>	<b>50,183,090.00</b>	<b>8.18%</b>
Gasto de Reserva contra activo	5,295,259.00	2,720,527.00	<b>-48.62%</b>
<b>Resultado Financiero neto</b>	<b>41,091,929.00</b>	<b>47,462,563.00</b>	<b>15.50%</b>
<b>Ingresos operativos diversos</b>	<b>3,130,855.00</b>	<b>6,959,121.00</b>	<b>122.28%</b>
Otros ingresos		6,959,121.00	
<b>Gastos operativos Diversos</b>		<b>3,390,001.00</b>	
<b>Resultado Operativo Bruto</b>	<b>44,222,784.00</b>	<b>51,031,683.00</b>	<b>15.40%</b>
Gastos de Administración	26,981,116.00	30,893,331.00	<b>14.50%</b>
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>17,241,668.00</b>	<b>20,138,352.00</b>	<b>16.80%</b>
Impuesto sobre la renta	<b>5,172,500</b>	<b>6,041,505.60</b>	<b>16.80%</b>
<b>Resultado operativo después de IR</b>	<b>12,069,168</b>	<b>14,096,846.40</b>	<b>16.80%</b>

Fuente: Elaboración propia

**CREDIFACTOR, S.A**  
**Estado de Resultado Proyectado**  
**Análisis de Crecimiento**  
**Al 31 de Diciembre para los años 2013-2014**  
**(Expresado en Córdoba)**

CONCEPTO	2013	2014	CRECIMIENTO % 2013-2014
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>C\$ 63,680,022.00</b>	<b>C\$ 68,137,624.00</b>	<b>7.00%</b>
por créditos	63,680,022.00	68,137,624.00	7.00%
<b>Gastos Financieros</b>	<b>16,227,692.00</b>	<b>16,782,022.00</b>	<b>3.42%</b>
Por obligaciones con inst. financieras	4,924,814.00	2,958,735.00	-39.92%
Por certificados de inversión y Otros obligaciones	11,057,320.00	13,565,166.00	22.68%
Otros Gastos Financieros	245,558.00	258,121.00	5.12%
<b>Resultado Fin. a/de ajuste monetario</b>	<b>47,452,330.00</b>	<b>51,355,602.00</b>	<b>8.23%</b>
Ingresos por ajuste monetario	15,663,695.00	16,760,154.00	7.00%
Gastos por ajuste monetario	12,932,935.00	13,604,048.00	5.19%
<b>Resultado financiero bruto</b>	<b>50,183,090.00</b>	<b>54,511,708.00</b>	<b>8.63%</b>
Gasto de Reserva contra activo	2,720,527.00	2,856,553.00	5.00%
<b>Resultado Financiero neto</b>	<b>47,462,563.00</b>	<b>51,655,155.00</b>	<b>8.83%</b>
<b>Ingresos operativos diversos</b>	<b>6,959,121.00</b>	<b>7,098,303.00</b>	<b>2.00%</b>
Otros ingresos	6,959,121.00	7,098,303.00	2.00%
<b>Gastos operativos Diversos</b>	<b>3,390,001.00</b>	<b>3,457,801.00</b>	<b>2.00%</b>
<b>Resultado Operativo Bruto</b>	<b>51,031,683.00</b>	<b>55,295,657.00</b>	<b>8.36%</b>
Gastos de Administración	30,893,331.00	32,846,755.00	6.32%
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>20,138,352.00</b>	<b>22,448,902.00</b>	<b>11.47%</b>
Impuesto sobre la renta	6,041,506.00	6,734,670.60	11.47%
<b>Resultado operativo después de IR</b>	<b>14,096,846.00</b>	<b>15,714,231.40</b>	<b>11.47%</b>

Fuente: Elaboración propia

<b>CREDIFACTOR, S.A</b> <b>Estado de Resultado Proyectado</b> <b>Análisis de Crecimiento</b> <b>Al 31 de Diciembre para los años 2014-2015</b> <b>(Expresado en Córdoba)</b>			
<b>CONCEPTO</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>CRECIMIENTO % 2014-2015</b>
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>C\$ 68,137,624</b>	<b>C\$ 73,588,634</b>	<b>8.00%</b>
Por Créditos	68,137,624	73,588,634	8.00%
<b>Gastos Financieros</b>	<b>16,782,022</b>	<b>17,214,717</b>	<b>2.58%</b>
Por Obligaciones con Inst. Financieras	2,958,735	1,694,549	-42.73%
Por Certificado de Inversión y Otros Obligaciones	13,565,166	15,248,842	12.41%
Otros Gastos Financieros	258,121	271,327	5.12%
<b>Resultado Finan. a/de ajustes monetarios</b>	<b>51,355,602</b>	<b>56,373,916</b>	<b>9.77%</b>
Ingresos por Ajustes Monetarios	16,760,154	18,100,966	8.00%
Gastos por Ajustes Monetarios	13,604,048	14,163,729	4.11%
<b>Resultado financiero bruto</b>	<b>54,511,707</b>	<b>60,311,153</b>	<b>10.64%</b>
Gastos de Reserva Contra Activo	2,856,553	2,999,381	5.00%
<b>Resultado Financiero Neto</b>	<b>51,655,154</b>	<b>57,311,772</b>	<b>10.95%</b>
Ingresos Operativos Diversos	7,098,303	7,240,269	2.00%
Otros ingresos	7,098,303	7,240,269	2.00%
Gastos Operativos Diversos	3,457,801	3,526,957	2.00%
<b>Resultado Operativos Bruto</b>	<b>55,295,657</b>	<b>61,025,084</b>	<b>10.36%</b>
Gastos de Administración	32,846,755	35,095,552	6.85%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>22,448,902</b>	<b>25,929,532</b>	<b>15.50%</b>
Impuesto sobre la Renta	-6,734,671	-7,778,860	15.50%
<b>Resultado Operativo después de IR</b>	<b>15,714,231</b>	<b>18,150,672</b>	<b>15.50%</b>

Fuente: Elaboración propia

**CREDIFACTOR, S.A**  
**Estado de Resultado**  
**Análisis de Crecimiento**  
**Al 31 de Diciembre para los años 2015-2016**

CONCEPTO	2015	2016	CRECIMIENTO % 2015-2016
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>C\$ 73,588,634</b>	<b>C\$ 79,475,724</b>	<b>8.00%</b>
Por Créditos	73,588,634	79,475,724	8.00%
<b>Gastos Financieros</b>	<b>17,214,717</b>	<b>17,570,651</b>	<b>2.07%</b>
Por Obligaciones con Inst. Financieras	1,694,549	1,186,184	-30.00%
Por Certificado de Inversión y Otros Obligaciones	15,248,842	16,099,258	5.58%
Otros Gastos Financieros	271,327	285,209	5.12%
<b>Resultado Finan. a/de ajustes monetarios</b>	<b>56,373,916</b>	<b>61,905,073</b>	<b>9.81%</b>
Ingresos por Ajustes Monetarios	18,100,966	19,549,043	8.00%
Gastos por Ajustes Monetarios	14,163,729	14,652,522	3.45%
<b>Resultado financiero bruto</b>	<b>60,311,153</b>	<b>66,801,594</b>	<b>10.76%</b>
Gastos de Reserva Contra Activo	2,999,381	3,149,350	5.00%
<b>Resultado Financiero Neto</b>	<b>57,311,772</b>	<b>63,652,244</b>	<b>11.06%</b>
Ingresos Operativos Diversos	7,240,269	7,385,075	2.00%
Otros ingresos	7,240,269	7,385,075	2.00%
Gastos Operativos Diversos	3,526,957	3,597,496	2.00%
<b>Resultado Operativos Bruto</b>	<b>61,025,084</b>	<b>67,439,823</b>	<b>10.51%</b>
Gastos de Administración	35,095,552	37,339,777	6.39%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>25,929,532</b>	<b>30,100,046</b>	<b>16.08%</b>
Impuesto sobre la Renta	-7,778,860	-9,030,014	16.08%
<b>Resultado Operativo después de IR</b>	<b>18,150,672</b>	<b>21,070,032</b>	<b>16.08%</b>

Fuente: Elaboración propia

Anexo 7

MARGEN FINANCIERO NETO			
Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016
22.14%	23.06%	24.67%	26.51%

Fuente: Elaboración propia

Anexo 8

GASTOS OPERATIVOS A INGRESOS			
Año 2013	Año 2014	Año 2015	Año 2016
5.32%	5.07%	4.53%	4.79%

Fuente: Elaboración propia

## GRAFICAS RAZONES APLICADAS ESTADOS FINANCIEROS HISTORICOS (2010-2012)

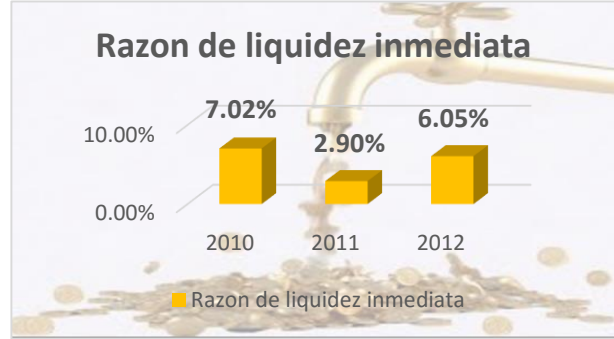
### Razones de Liquidez

Anexo 9



Fuente: Elaboración propia

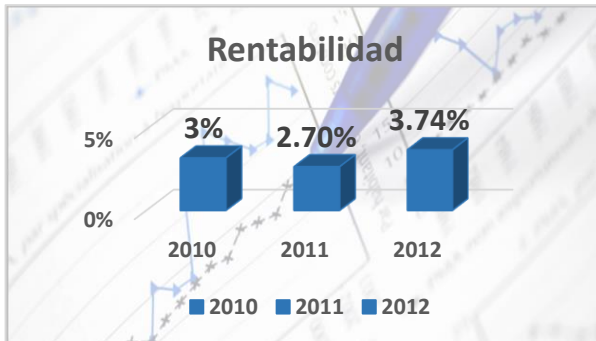
Anexo 10



Fuente: Elaboración propia

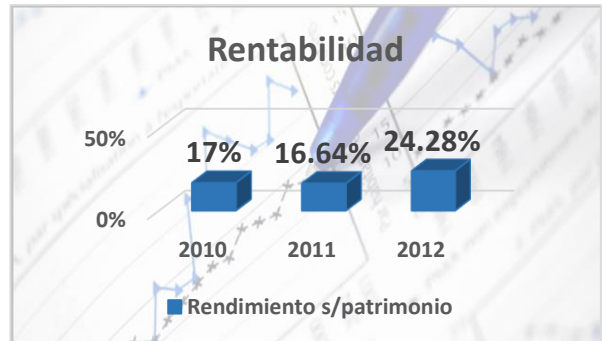
### Razones de Rentabilidad

Anexo 11



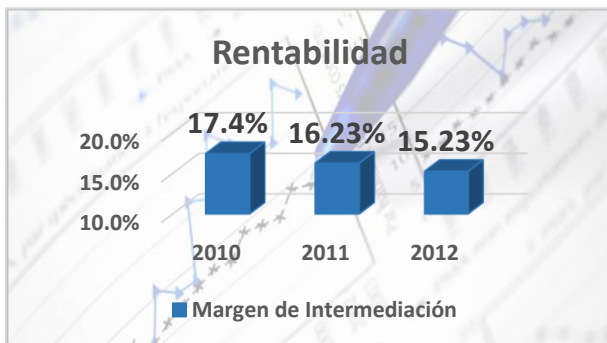
Fuente: Elaboración propia

Anexo 12



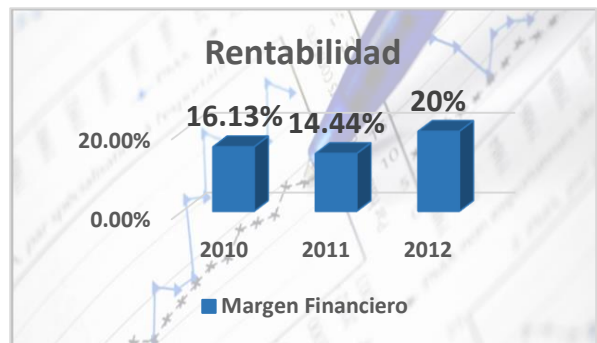
Fuente: Elaboración propia

Anexo 13



Fuente: Elaboración propia

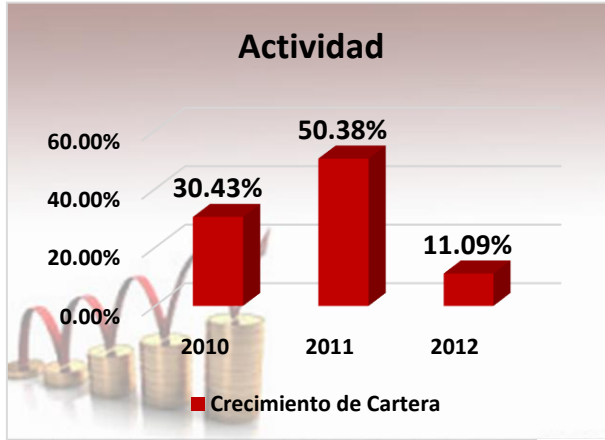
Anexo 14



Fuente: Elaboración propia

## Razones de Actividad

Anexo 15



Fuente: Elaboración propia

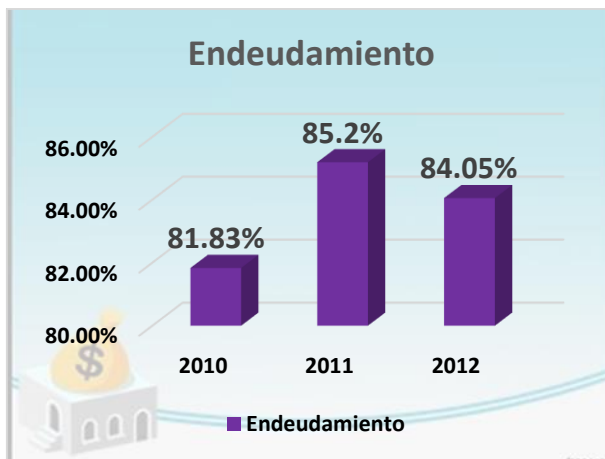
Anexo 16



Fuente: Elaboración propia

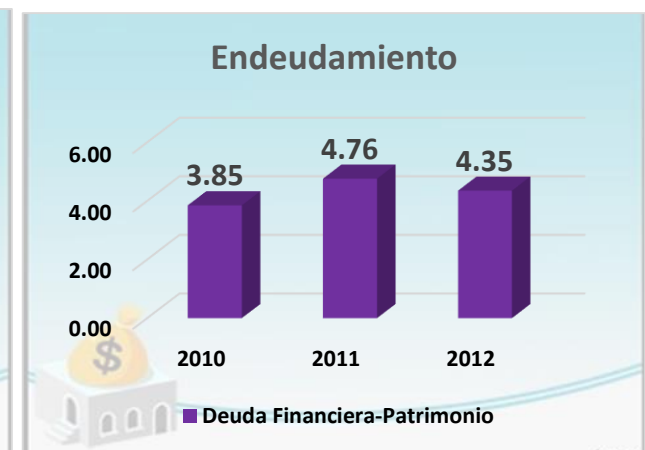
## Razones de Endeudamiento

Anexo 17



Fuente: Elaboración propia

Anexo 18



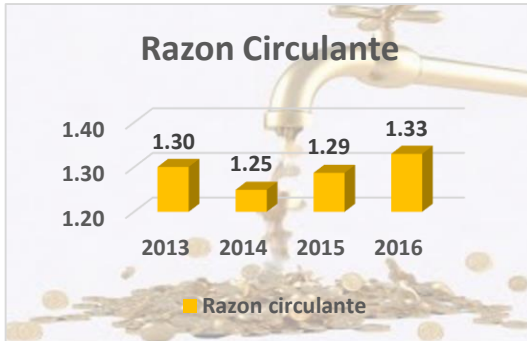
Fuente: Elaboración propia



## GRAFICAS RAZONES APLICADAS ESTADOS FINANCIEROS PROYECTADOS (2013-2016)

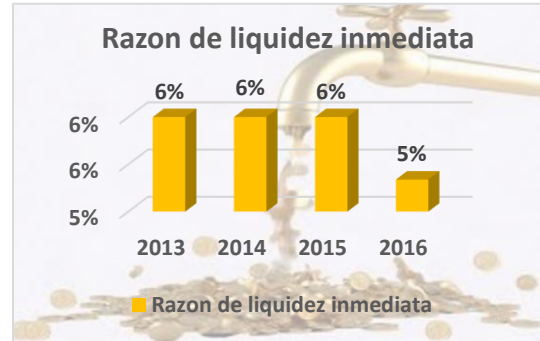
### Razones de Liquidez

Anexo 19



Fuente: Elaboración propia

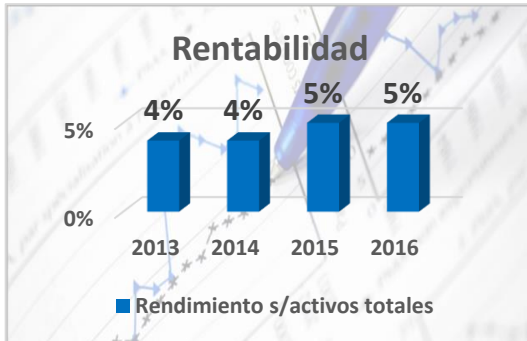
Anexo 20



Fuente: Elaboración propia

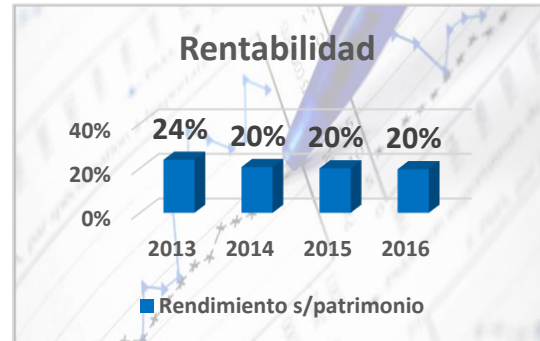
### Razones de Rentabilidad

Anexo 21



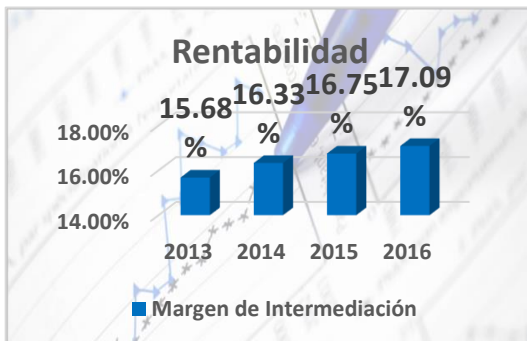
Fuente: Elaboración propia

Anexo 22



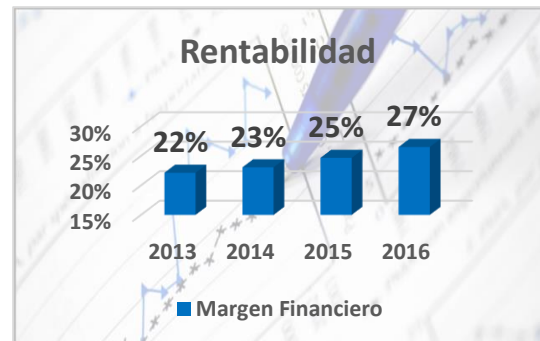
Fuente: Elaboración propia

Anexo 23



Fuente: Elaboración propia

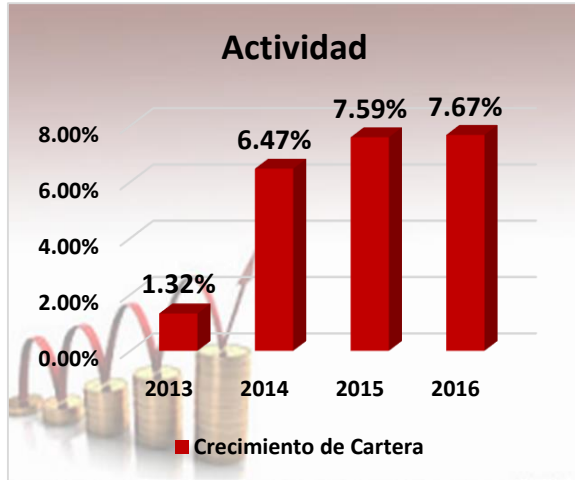
Anexo 24



Fuente: Elaboración propia

## Razones de Actividad

Anexo 25



Fuente: Elaboración propia

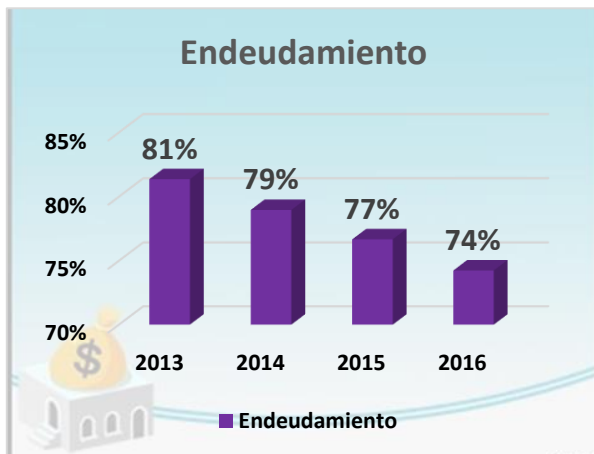
Anexo 26



Fuente: Elaboración propia

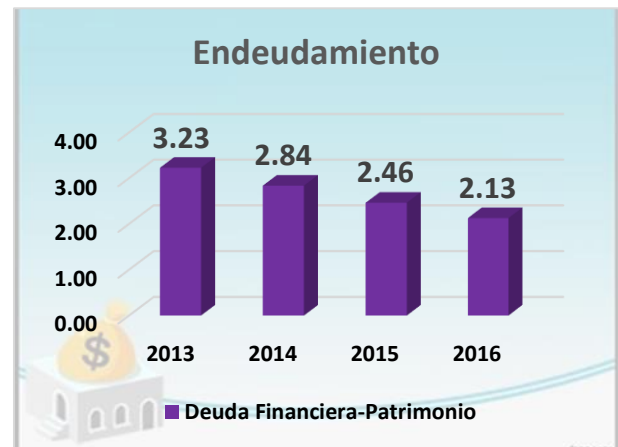
## Razones de Endeudamiento

Anexo 27



Fuente: Elaboración propia

Anexo 28

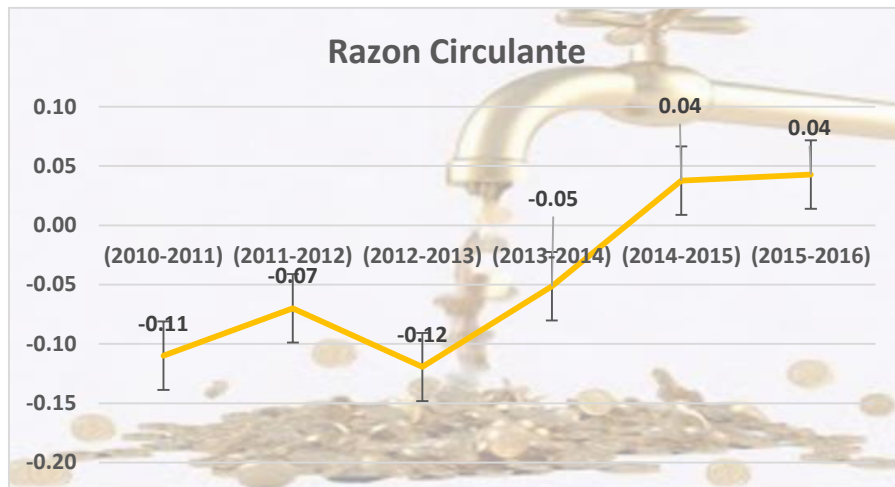


Fuente: Elaboración propia

## TENDENCIA DE LAS RAZONES APLICADAS ESTADOS FINANCIEROS (2010-2016)

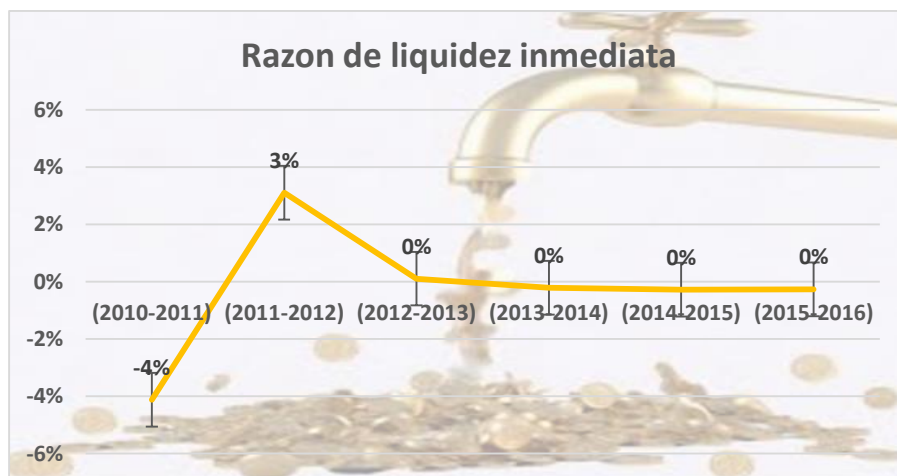
### Razones de Liquidez

Anexo 29



Fuente: Elaboración propia

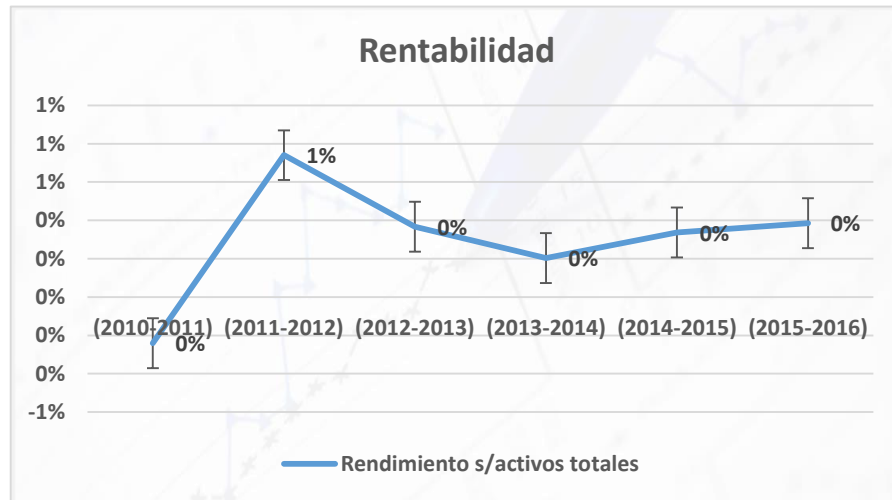
Anexo 30



Fuente: Elaboración propia

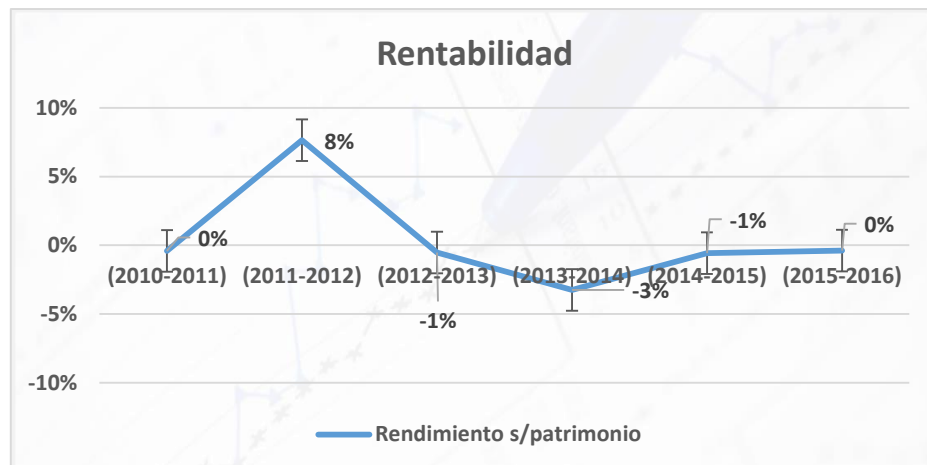
## Razones de Rentabilidad

Anexo 31



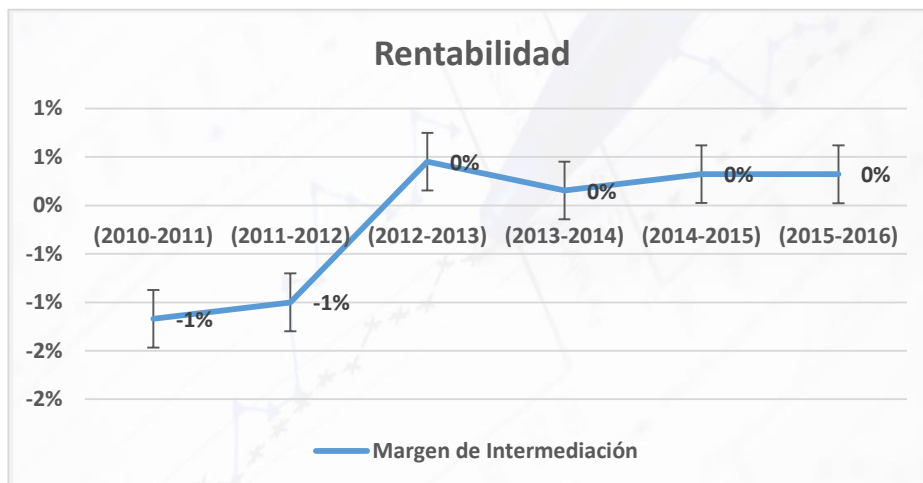
Fuente: Elaboración propia

Anexo 32



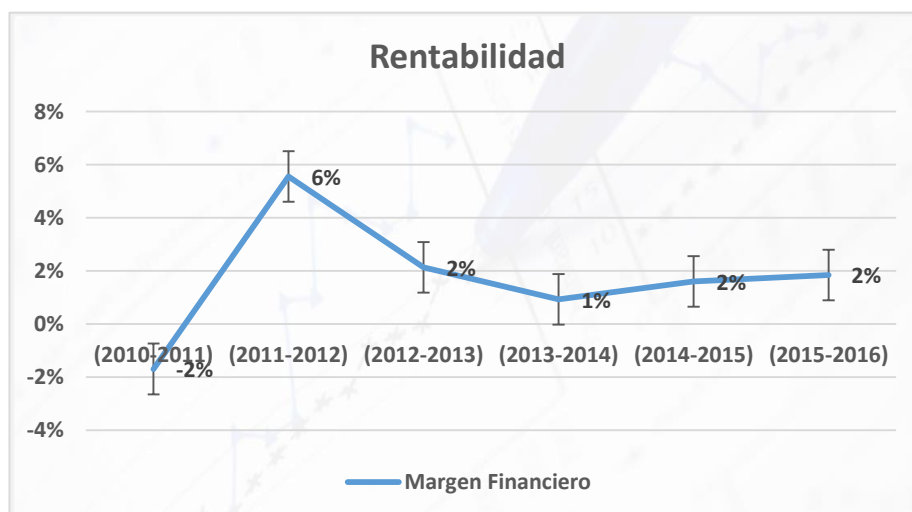
Fuente: Elaboración propia

Anexo 33



Fuente: Elaboración propia

Anexo 34



Fuente: Elaboración propia

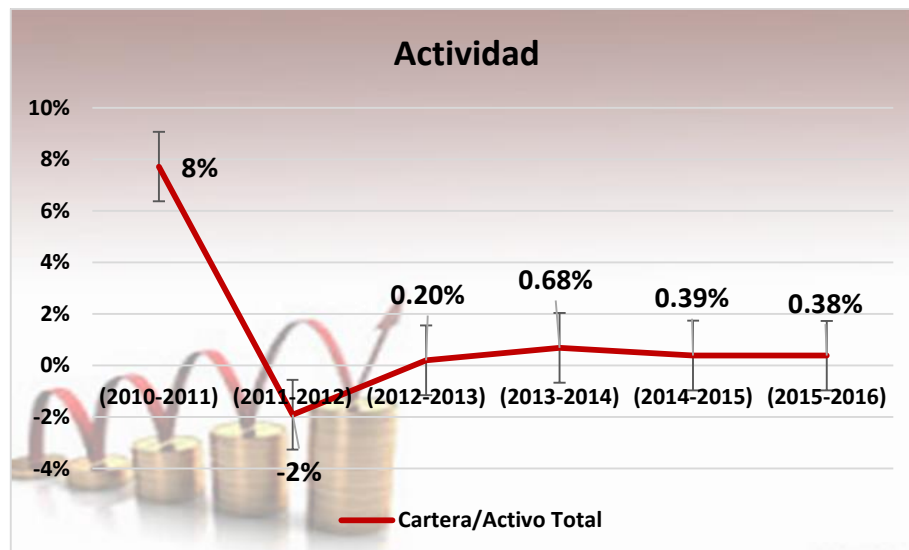
## Razones de Actividad

Anexo 35



Fuente: Elaboración propia

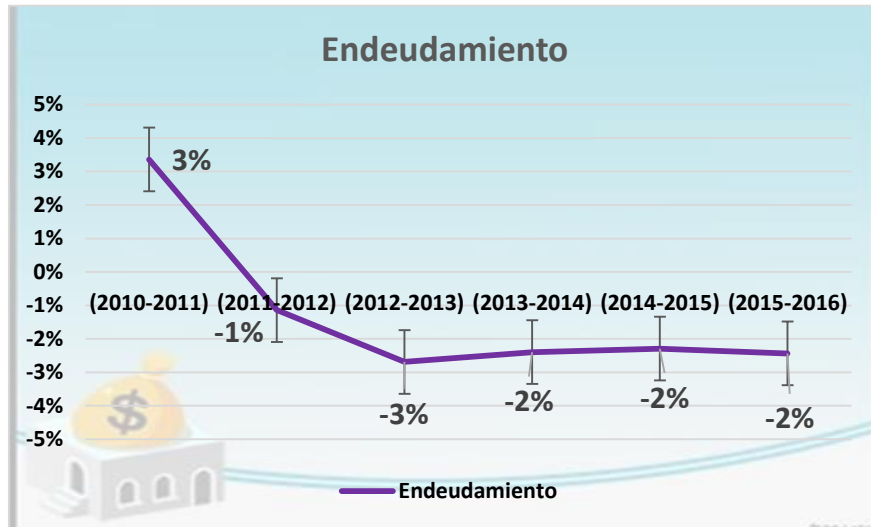
Anexo 36



Fuente: Elaboración propia

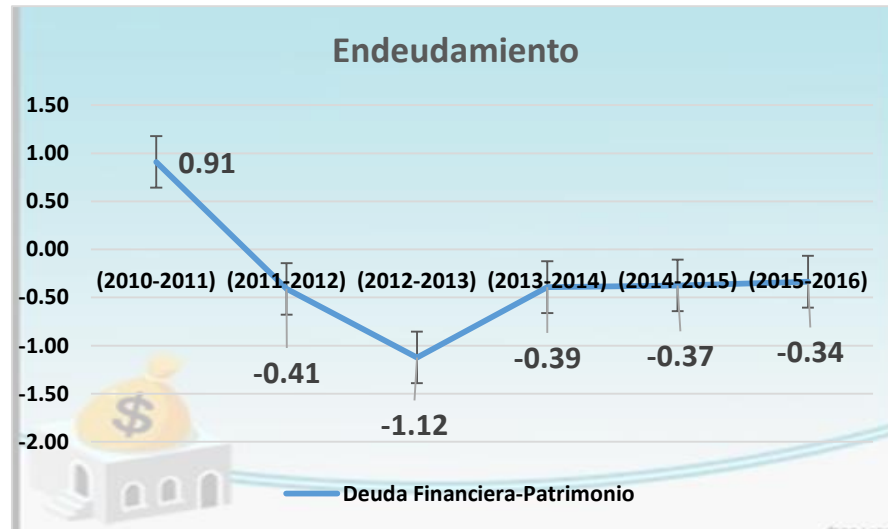
## Razones de Endeudamiento

Anexo 37



Fuente: Elaboración propia

Anexo 38



Fuente: Elaboración propia

CrediFactor, S.A								CrediFactor, S.A					
Análisis Financiero								Análisis de Tendencia sobre las Razones Financieras de Estados Financieros Reales y Projectados					
Razones Financieras de Estados Financieros Reales y Projectados								Razones Financieras de Estados Financieros Reales y Projectados					
Para los años 2010-2016								Para los años 2010-2016					
RAZONES	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
<b>Liquidez</b>													
Razón circulante	1.6	1.49	1.42	1.3	1.25	1.29	1.33	-0.11	-0.07	-0.12	-0.05	0.04	0.04
Razón de liquidez inmediata	7%	3%	6%	6%	6%	6%	5%	-4%	3%	0%	0%	0%	0%
<b>Rentabilidad</b>													
Rendimiento s/activos totales (ROA)	3%	3%	4%	4%	4%	5%	5%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Rendimiento s/patrimonio (ROE)	17%	17%	24%	24%	20%	20%	20%	0%	8%	-1%	-3%	-1%	0%
Margen de Intermediación	17%	16%	15%	16%	16%	16%	17%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%
Margen Financiero	16%	14%	20%	22%	23%	25%	27%	-2%	6%	2%	1%	2%	2%
<b>Actividad</b>													
Crecimiento de Cartera	30%	50%	11.09%	1.32%	6.47%	7.59%	7.67%	20%	-39%	-10%	5%	1%	0%
Cartera/Activo Total	82%	90%	88%	88%	89%	89%	90%	8%	-2%	0%	1%	0%	0%
<b>Endeudamiento</b>													
Endeudamiento	82%	85%	84%	81%	79%	77%	74%	3%	-1%	-3%	-2%	-2%	-2%
Deuda Financiera-Patrimonio	3.85	4.76	4.35	3.23	2.84	2.46	2.13	0.91	-0.41	-1.12	-0.39	-0.37	-0.34

Fuente: Elaboración propia



## Tasa de Crecimiento de la Inversión de los Accionistas

Anexo 40

Calculo tasa de crecimiento de la inversión de accionistas				
Año	Dividendo	No. Acciones	UPA	Tasa de Crecimiento
2012	C\$ 2094758	2000000	C\$1.047379	
2013	4204953	2000000	2.1024765	100.74%
2014	3348002	2000000	1.674001	-20.38%
2015	3732130	2000000	1.866065	11.47%
2016	4310785	2000000	2.1553925	15.50%
Promedios				
	C\$ 3898967.5		C\$ 1.94948375	26.83%

Fuente: Elaboración propia

## Cálculo del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

Anexo 41

COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO				
ESTRUCTURA	VALORES	%	COSTOS ESPECIFICOS	WACC
ACCIONES COMUNES	C\$ 30,000,000.00	8%	40%	3%
OBLIGACIONES INST. FINANCIERAS	118,818,149.00	32%	6%	2%
EMISION PAPELES COMERCIALES	200,847,200.00	54%	10%	5%
UTILIDADES RETENIDAS	21,848,948.00	6%	40%	2%
TOTALES	C\$ 371,514,297.00	100%	-	13%

Fuente: Elaboración propia

Tipo de Cambio al 25-Oct-13
25.1059

### Cálculo del Costo de las Acciones Comunes

Anexo 42

Valor de la Acción	UPA Promedio	Tasa de Crecimiento
C\$15.00	C\$ 1.94948375	26.83%
$= (1.94948375/15) + 26.83\%$ $= 40\%$		

Fuente: Elaboración propia

### Créditos con Instituciones Financieras al año 2012.

Anexo 43

N°	Instituciones Bancarias	Tasas
1	BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO	5.05%
2	BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACION ECONOMICA	6.00%
3	BANCO DE FINANZAS	10.00%
4	BANCO DE LA PRODUCCION	12.00%
5	BELGIAN INVESTMENT COMPANY FOR DEVELOPING COUNTRIES (BIO)	6.50%
6	MICRO VEST SHORT DURATION FUND, LD	8.50%
Tasa promedio		8.01%
KDT		6.00%

Fuente: Elaboración propia

### Costo de los Certificados de Inversión emitidos por CrediFactor, S.A

Anexo 44

N°	Puesto de Bolsa de Valores INVERNIC	Tasas
1	Tasa de interés sobre el valor de cada certificado de inversión (Semestral)	7.00%
Tasa Total Anual		14.00%

Fuente: Elaboración propia

Anexo 45

<b>Cálculo de la Tasa de Crecimiento de los Flujos Proyectados</b>			
<b>Tasas de Crecimiento de los Flujos proyectados</b>			<b>Tasa de Crecimiento Promedio</b>
<b>2013-2014</b>	<b>2014-2015</b>	<b>2015-2016</b>	
18.27%	11.33%	12.31%	13.97%

Fuente: Elaboración propia

Anexo 46

<b>Cálculo del Valor Residual al Año "n"</b>			
<b>CFn</b>	<b>*<math>(1+g)</math></b>	<b>/<math>(k-g)</math></b>	<b>=VRn</b>
<b>C\$ 46,560,746.00</b>	<b>*<math>(1+0.1397)</math></b>	<b>/<math>(1-0.1397)</math></b>	<b>= C\$ 61682,299.71</b>

Fuente: Elaboración propia

## CALIFICACION DE RIESGO

Anexo 47



### Fitch Afirma Calificaciones de CrediFactor; Perspectiva Estable

28 de mayo de 2013

Fitch Ratings – San Salvador/San José– 28 de mayo de 2013: Fitch Ratings afirmó la calificación nacional de largo plazo de CrediFactor, S.A. (CrediFactor) en 'BB+(nic)'. La Perspectiva es Estable. El detalle completo de las calificaciones se presenta al final de este comunicado.

#### FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

Las calificaciones asignadas a CrediFactor y sus emisiones reflejan su alta flexibilidad operativa, buena calidad de créditos, alta y sostenida rentabilidad y adecuada capitalización. Sin embargo, las calificaciones se encuentran limitadas por la elevada exposición del patrimonio a los 20 mayores pagadores y deudores. Al mes de marzo, estas concentraciones representan 2.93 y 3.10 veces del capital respectivamente. Así mismo, el tamaño relativo de CrediFactor constituye una limitante importante de sus calificaciones al restringir la capacidad de generación de negocios y diversificación de ingresos.

Fitch proyecta que los indicadores de rentabilidad continuarán siendo elevados al cierre de 2013, impulsados por el amplio margen de interés neto, bajo gasto en provisiones y controlado crecimiento crediticio. Aunque el volumen de gastos operativos es elevado, la constante generación de intereses netos e ingresos no financieros ha permitido absorber los mismos adecuadamente. La agencia prevé también que el indicador de morosidad de cartera se mantenga bajo, producto de la buena gestión de cartera crediticia. Aunque el gasto en provisiones ha disminuido, el nivel de cobertura de préstamos vencidos continúa siendo holgado. No obstante, el gasto en provisiones aumentaría significativamente ante el incumplimiento de alguno de los mayores deudores o pagadores.

Los niveles de capital son elevados, aunque están comprometidos por las altas concentraciones de cartera. En el mediano plazo, Fitch anticipa que los indicadores de capitalización seguirán favoreciéndose de la recurrente acumulación de utilidades y de las conservadoras prácticas de reparto de dividendos.

#### SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

La perspectiva Estable indica que Fitch no prevé cambios materiales en el perfil de riesgo de CrediFactor en el horizonte previsible. Aumentos en las calificaciones provendrían de una reducción sustancial y sostenida en las concentraciones por deudor y pagador, un escenario poco probable en el mediano plazo. Así mismo, aumentos significativos en el volumen de negocios y diversificación de ingresos presentarían un potencial de mejora.

Disminuciones en las calificaciones resultarían de una disminución sostenida en la capitalización de CrediFactor así como del deterioro material en su cartera de créditos que presione la posición patrimonial.

#### PERFIL

CrediFactor es una institución financiera constituida bajo las leyes mercantiles de la República de Nicaragua en marzo de 2000. Su principal giro de negocios son operaciones de factoraje y descuento financiero, las cuales consisten en comprar facturas y contratos de servicio a descuento. Dichas operaciones se realizan a través de un contrato privado de cesión de crédito, respaldado además por una letra de cambio emitida por CrediFactor, donde el cliente cede los derechos sobre la factura o documento por cobrar a favor de la institución.

Fitch afirmó las siguientes calificaciones siguientes de CrediFactor, S.A.:

- Calificación Nacional de Largo Plazo en 'BB+(nic)'; Perspectiva Estable;
- Calificación Nacional de Corto Plazo en 'B(nic)';
- Calificación Nacional de Largo Plazo de emisiones de deuda en 'BB+(nic)';
- Calificación Nacional de Corto Plazo de emisiones de deuda en 'B(nic)'.



**CrediFactor, S.A.**

## Informe de Calificación

**Calificaciones****Nacionales**

	<b>Actual</b>	<b>Anterior</b>
Largo Plazo	BB+(nic)	
Corto Plazo	B(nic)	B(nic)
Títulos Estandarizados de Renta Fija (Largo Plazo)	BB+(nic)	BB+(nic)
Títulos Estandarizados de Renta Fija (Corto Plazo)	B(nic)	B(nic)

**Perspectiva**

Calificación Nacional de LP:	Estable
------------------------------	---------

**CrediFactor, S.A.**

(En Miles de C.)	<b>31/03/13</b>	<b>31/12/12</b>
Activos	344,360.3	341,369.8
Patrimonio	54,107.0	51,005.0
Resultado Neto	3,111.0	12,014.2
ROAA (%)	3.38	3.57
ROAE (%)	22.09	24.49
Patrimonio / Activos (%)	15.69	14.94

Fuente: Estados Financieros Anuales Auditados e Intermedios no Auditados.

**Informes Relacionados**

Perspectivas 2013: Centroamérica y Rep. Dominicana, 13 de Diciembre de 2012

Banca Centroamericana: Acelerando el Crecimiento, 15 de Noviembre de 2012

**Analistas**

Luis Mauricio Ayala  
+503 2516.8622  
luis.ayala@fitchratings.com

Carmen Matamoros  
+503 2516.6612  
carmen.matamoros@fitchratings.com

**Factores Clave de la Calificación**

**Elevadas Concentraciones:** El principal riesgo del balance de CrediFactor proviene de la elevada exposición del patrimonio a los 20 mayores pagadores y deudores. Al mes de marzo, estas concentraciones representan 2.93 y 3.10 veces del capital respectivamente. Lo anterior compromete el patrimonio ante el deterioro inesperado de cualquier de éstos. Fitch anticipa que estas concentraciones permanecerán altas debido al tamaño de las operaciones.

**Bajo Escala de Operaciones:** El tamaño relativo de CrediFactor constituye una limitante importante de sus calificaciones al restringir la capacidad de generación de negocios y diversificación de ingresos. Sin embargo, CrediFactor cuenta con un buen posicionamiento en el mercado de factoraje local, la cual anticipa continuar consolidando durante 2013.

**Flexibilidad para Ajustar Estrategia:** El corto plazo promedio de la cartera de factoraje permite un rápido ajuste ante cambios adversos en las condiciones de mercado. El vencimiento promedio de los documentos por cobrar oscila entre 30 y 120 días, evidenciando una alta rotación en las colocaciones de crédito.

**Buena Calidad de Créditos:** Las colocaciones de CrediFactor presentan elevados indicadores de calidad, resultando en una baja morosidad de la cartera. La calidad crediticia se ha beneficiado de los efectivos lineamientos de la entidad en la gestión de su cartera. Aunque el gasto en provisiones ha disminuido, el nivel de cobertura de préstamos vencidos continúa siendo holgado. No obstante, el gasto en provisiones aumentaría significativamente ante el incumplimiento de alguno de los mayores deudores o pagadores.

**Elevada y Sostenida Rentabilidad:** Fitch proyecta que los indicadores de rentabilidad continuarán siendo altos, impulsados por el amplio margen de interés neto, bajo gasto en provisiones y controlado crecimiento crediticio. Aunque el volumen de gastos operativos es elevado, la constante generación de intereses netos e ingresos no financieros ha permitido absorber los mismos adecuadamente.

**Capitalización Adecuada:** Los niveles de capital son altos, aunque muestran una alta vulnerabilidad a las altas concentraciones de cartera. En el mediano plazo, Fitch anticipa que los indicadores de capitalización continúen favoreciéndose de la generación recurrente de utilidades así como de las conservadoras prácticas de distribución de dividendos.

**Sensibilidad de la Calificación**

**Diversificación de Cartera:** Una reducción material y sostenida en las concentraciones por pagadores y deudores resultaría en cambios positivos en las calificaciones de CrediFactor.

**Aumento de Escala:** Aumentos en las calificaciones de CrediFactor provendrían de aumentos significativos en el volumen de negocios y diversificación material de ingresos.

**Debilitamiento Patrimonial y Deterioro de Cartera:** Un indicador capitalización menor al 10% de los activos de CrediFactor presentaría un potencial a la baja en sus calificaciones de riesgo. Así mismo, aumentos significativos en la morosidad de cartera que presionen el capital resultarían en una disminución en las calificaciones de CrediFactor.

- Cada operación de factoraje es respaldada por una letra de cambio a favor de CrediFactor.
- Todos los documentos por cobrar se realizan con garantía, siendo ésta el 100% de la factura descontada.

## Perfil

CrediFactor realiza operaciones de factoraje y descuento financiero desde su constitución en 2000. Dichas operaciones se realizan a través de un contrato privado de cesión de crédito, respaldado además por una letra de cambio emitida por CrediFactor, donde el cliente cede los derechos sobre la factura o documento por cobrar a favor de la institución. Desde 2012, CrediFactor ofrece el producto de MóvilFactor en conjunto con el Banco Interamericano de Desarrollo. El mismo consiste en la generación de operaciones de factoraje electrónico y se dirige hacia clientes en la escala baja del perfil crediticio. Este proyecto comprende el financiamiento de pagadores pequeños donde la responsabilidad de pago recae en un gran deudor, figura inversa a la operación de factoraje tradicional de la entidad.

## Desempeño Financiero

Los indicadores rentabilidad de CrediFactor se mantiene elevados, aunque en niveles ligeramente inferiores a los de sus promedios históricos (ver gráfico 1). Dicha rentabilidad es producto de los altos márgenes financieros y del menor gasto en provisiones. Lo anterior permite compensar la baja eficiencia operativa derivada de la baja escala de operaciones de la entidad.

El margen de interés neto (MIN) continúa siendo alto (10.01%), aunque muestra una tendencia decreciente debido al menor rendimiento de las colocaciones (ver gráfico 2). No obstante, Fitch proyecta que las tasas activas se mantendrán altas pese al enfoque empresarial y la dolarización de la cartera. El relativamente alto costo de fondos refleja una estructura pasiva fundamentada en préstamos de entidades bancarias contratadas a tasas altas. La contribución de los ingresos no financieros (32.45%) es adecuada y superior a la del promedio histórico (2008-2012: 25%). Sin embargo, dichos ingresos muestran una fuerte dependencia a la colocación crediticia, siendo su principal componente las comisiones generadas por operaciones de factoraje.

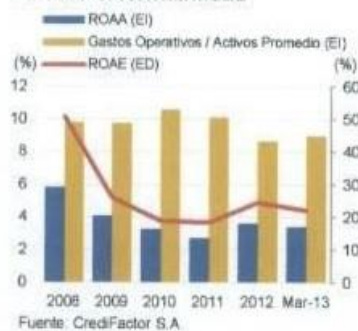
La eficiencia operativa es baja y se encuentra presionada por el creciente volumen de gastos asociados a la expansión de la entidad, particularmente en publicidad y alquileres inmobiliarios. Al mes de marzo, los gastos operativos representan una elevada proporción de los activos promedios (8.96%), aunque representa mejoras respecto de su registro histórico (Prom. 2008-2012: 9.76%). Fitch proyecta que el peso de los gastos operativos permanecerá alto en el corto plazo dada la etapa de crecimiento de la entidad. El gasto en provisiones muestra una tendencia decreciente, impulsado por la buena calidad de activos y de la venta del bien adjudicado en 2012. Al mes de marzo, CrediFactor no ha constituido provisiones dado el buen comportamiento de las colocaciones efectuadas durante 2013. Para el corto plazo, la agencia anticipa que el gasto en provisiones se mantendrá bajo, representando menos del 20% de ingresos.

En opinión de Fitch, CrediFactor mantendrá elevados indicadores de rentabilidad, beneficiados por la continua expansión de sus operaciones de factoraje. El escenario base de la calificadora prevé el mantenimiento de la buena calidad crediticia de las colocaciones. Así mismo, los márgenes financieros permanecerán amplios, compensando la baja eficiencia operativa. Mejoras sostenidas en la rentabilidad se favorecerían de un aumento material en el volumen de negocios, lo cual Fitch considera poco probable en el corto plazo.

## Administración de Riesgo

El apetito de riesgo de CrediFactor es moderado y Fitch considera que los lineamientos para su administración son adecuados a la escala y tipo de negocio. La principal exposición es al riesgo de crédito, particularmente en su cartera de factoraje, cuya proyección de crecimiento para 2013 es moderada, aunque superior al 10%. La cartera mantiene una adecuada diversificación por

**Gráfico 1. Rentabilidad**



**Gráfico 2. Márgenes**



## Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación Global de Instituciones Financieras



**Tabla 1. Cartera por Sector Económico**

Sector	mar13	dic12	mar12	dic11
Agropecuaria	8.78	6.84	11.00	4.57
Comercio	32.22	34.47	30.83	41.10
Construcción	12.15	14.30	10.63	12.79
Electricidad	0.64	2.43	1.84	1.95
Industria	13.18	11.83	14.57	11.45
Servicios	31.09	27.30	26.59	24.60
Tecnología	1.94	2.82	3.69	3.54
Otros	0.00	0.00	0.87	0.00
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fuente: CrediFactor, S.A.

destino económico (ver tabla 1). El riesgo de crédito de los otros activos productivos es bajo, dado que éstos se componen de depósitos bancarios de ágil realización.

El mayor riesgo del balance de CrediFactor es la elevada exposición del patrimonio ante un inesperado deterioro en los 20 mayores deudores y pagadores (3.10 veces y 2.93 veces respectivamente). Relativo a la cartera de factoraje, los 20 mayores deudores y pagadores representan el 54.63% y 51.71% respectivamente. Cabe notar que todos estos deudores muestran un buen comportamiento de pago, ubicándose en la categoría de menor riesgo relativo según la regulación local (A). En el mediano plazo, uno de los objetivos de la entidad es reducir estas exposiciones, por lo cual el límite máximo por deudor y pagador es del 30% del patrimonio. Al mes de marzo, solamente dos pagadores superaban este límite, siendo ambas instituciones reconocidas compañías en el mercado local de Telecomunicaciones y Distribución de Electricidad.

Favorablemente, CrediFactor ha reducido significativamente la exposición a créditos relacionados. Al mes de marzo, el único préstamo relacionado representa el 4.51% del patrimonio (Prom. 2009-2012: 12.89%) y corresponde a la compra de acciones preferentes al BID por parte de accionistas comunes. Así mismo, Fitch prevé que el saldo de este crédito continuará disminuyendo a través del reparto de dividendos.

La alta dolarización de la cartera representa un importante riesgo de crédito, ya que, aunque la totalidad de ésta se coloca en dólares, solamente el 50% se cancela mediante dicha moneda. Aunque el contrato de factoraje disponga que el cliente sea responsable ante cualquier incumplimiento del pagador, un escenario de fuerte devaluación podría afectar materialmente la capacidad de pago de ambos. Para mitigar este riesgo, CrediFactor aplica un diferencial cercano al 20% del documento financiado contra el monto cedido como respaldo en cada operación.

### Reservas e Incobrables

Los bajos indicadores de morosidad evidencian una alta calidad crediticia en las colocaciones de CrediFactor. La misma es producto de las adecuadas políticas de otorgamiento, buen conocimiento del mercado meta y cercano seguimiento a sus clientes. La cartera con atraso mayor a los 90 días representa un bajo 1.42% del total (Prom. 2008-2012: 1.69%). Al mismo tiempo, las reestructuraciones y castigos son prácticas poco recurrentes, resultando en un bajo deterioro de activos. Pese al bajo gasto en provisiones (ver gráfico 3), las reservas cubren holgadamente los documentos vencidos, aunque los niveles de reserva actuales son bajos frente a las altas concentraciones de cartera.

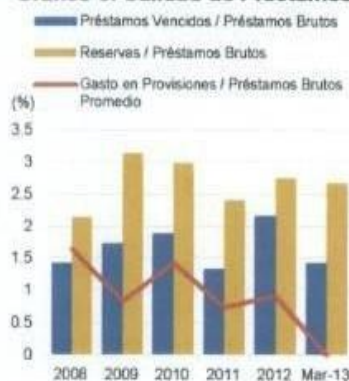
### Riesgo de Mercado

La exposición al riesgo de mercado es baja ya que, aunque la contratación de fondos a tasas variables contraste con la colocación crediticia a tasas fijas, el corto plazo de sus operaciones de factoraje permite un rápido ajuste de tasas activas. La posición en moneda extranjera es neutral, dado que el fondeo y las colocaciones se realizan en dólares.

### Fondeo y Capital

La estructura pasiva de CrediFactor es adecuada al tamaño y naturaleza de sus operaciones, fundamentada en una mezcla diversificada de líneas de crédito y emisiones de títulos de deuda en el mercado local. Los financiamientos recibidos de instituciones financieras representan el 43.08% del total de pasivos, siendo los principales proveedores de estos fondos instituciones financieras locales e internacionales, así como fondos de inversión especializados. Para la adquisición de estos recursos, CrediFactor ha pignorado el 21.86% de la cartera de factoraje, las

**Gráfico 3. Calidad de Préstamos**



Fuente: CrediFactor S.A.

cuales respaldan tres de las líneas de crédito recibidas. Actualmente, ningún proveedor de recursos supera el 12% del fondeo.

La estructura pasiva se complementa por una valores de renta fija de US\$4 millones (38.19% del fondeo) y la emisión de acciones preferentes (13.41%). Estas últimas se contabilizan como pasivos según la metodología de Fitch ya que no incluyen cláusulas en el diferimiento de pago de dividendos.

La gestión de activos y pasivos de CrediFactor es buena y se favorece de la alta rotación de las facturas descontadas así como de la predictibilidad de su fondeo. De esta forma, el plazo de sus operaciones activas es menor al de sus pasivos, permitiendo un calce positivo en todos los plazos.

### Capital

Los indicadores de capitalización de CrediFactor son elevados y suficientes para apoyar el crecimiento del balance. No obstante, los mismos son vulnerables ante las altas concentraciones de sus activos. Al mes de marzo, el patrimonio representa el 15.69% de los activos, comparando favorablemente con la media de la industria bancaria (10.18%). En opinión de Fitch, las relaciones patrimoniales continuarán siendo altas, impulsadas fundamentalmente por la recurrente acumulación de utilidades. En este sentido, las prácticas de distribución de dividendos han sido conservadoras y la política actual de la Administración establece un límite de dividendos del 35% de las utilidades.

**Tabla 2. Principales Características de Emisiones**

Denominación	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado (Millones)	Plazo	Garantía	Series
Títulos Estandarizados de Renta Fija	Papel comercial y Bonos de Inversión	Dólares	4,000	De 90 a 540 días	Patrimonio y Flujo de la Empresa	K1, T1, X1, Z1, B2, D2, H2, F2, L2, P2, T2, X2

Fuente: CrediFactor, S.A.



CrediFactor, S.A.

Estado de Resultados

	31 mar 2013		31 dic 2012	31 dic 2011	31 dic 2010	31 dic 2009	31 dic 2008
	3 Meses		Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal
	Milins US\$	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.
1. Ingresos por intereses sobre Préstamos	0.5	11,941.5	49,446.5	48,532.9	32,033.6	29,136.7	33,430.8
2. Otros ingresos por Intereses	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	84.2
3. Ingresos por Dividendos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4. Ingreso Bruto por Intereses y Dividendos	0.5	11,941.5	49,446.5	48,532.9	32,033.6	29,136.7	33,515.0
5. Gastos por intereses sobre Depósitos de Clientes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. Otros Gastos por Intereses	0.2	3,987.3	15,650.4	11,095.5	9,276.7	8,876.7	10,576.9
7. Total Gastos por Intereses	0.2	3,987.3	15,650.4	11,095.5	9,276.7	8,876.7	10,576.9
8. Ingreso Neto por Intereses	0.3	7,954.3	33,796.1	37,437.4	22,756.9	20,260.0	22,938.1
9. Ganancia (Pérdida) Neta en Venta de Títulos Valores y Derivados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10. Ganancia (Pérdida) Neta en Otros Títulos Valores	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11. Ganancia (Pérdida) Neta en Activos a Valor Razonable a través del Estado de Resultados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
12. Ingreso Neto por Seguros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
13. Comisiones y Honorarios Netos	0.1	1,893.4	9,140.2	1,120.6	5,876.5	4,090.4	5,907.3
14. Otros Ingresos Operativos	0.1	1,928.3	5,708.9	2,693.9	4,234.5	3,309.4	2,884.5
15. Total de Ingresos Operativos No Financieros	0.2	3,821.7	14,849.0	3,814.5	10,111.0	7,399.8	8,791.8
16. Gastos de Personal	0.2	3,858.5	12,946.2	13,363.1	10,542.4	9,327.7	8,719.8
17. Otros Gastos Operativos	0.2	3,725.9	14,034.9	12,830.1	9,841.5	7,224.9	7,166.9
18. Total Gastos Operativos	0.3	7,584.4	26,981.1	26,193.1	20,383.9	16,552.6	15,886.7
19. Utilidad/Pérdida Operativa Tomada como Patrimonio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
20. Utilidad Operativa antes de Provisiones	0.2	4,191.5	21,664.0	15,058.8	12,484.1	11,107.2	15,843.2
21. Cargo por Provisiones para Préstamos	0.0	0.0	2,591.0	1,725.0	2,400.0	1,250.0	2,400.0
22. Cargo por Provisiones para Títulos Valores y Otros Préstamos	0.0	0.0	2,704.3	2,975.9	1,044.2	0.0	0.0
23. Utilidad Operativa	0.2	4,191.5	16,368.8	10,357.9	9,039.9	9,857.2	13,443.2
24. Utilidad/Pérdida No Operativa Tomada como Patrimonio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
25. Ingresos No Recurrentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
26. Gastos No Recurrentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
27. Cambio en Valor Razonable de la Deuda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
28. Otros Ingresos y Gastos No Operativos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
29. Utilidad Antes de Impuestos	0.2	4,191.5	16,368.8	10,357.9	9,039.9	9,857.2	13,443.2
30. Gastos de impuestos	0.1	1,329.5	5,227.2	3,345.6	2,794.8	2,961.0	4,047.1
31. Ganancia/Pérdida por Operaciones Descontinuadas	n.a.	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
32. Utilidad Neta	0.1	2,862.0	11,141.6	7,012.3	6,245.1	6,896.2	9,396.1
33. Cambio en Valor de Inversiones Disponibles para la Venta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
34. Revaluación de Activos Fijos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
35. Diferencias en Conversión de Divisas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
36. Ganancia/Pérdida en Otros Ingresos Ajustados (OIA)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
37. Ingreso Ajustado por Fitch	0.1	2,862.0	11,141.6	7,012.3	6,245.1	6,896.2	9,396.1
38. Nota: Utilidad Atribuible a Intereses Minoritarios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.
39. Nota: Utilidad Neta Después de Asignación a Intereses Minoritarios	0.1	2,862.0	11,141.6	7,012.3	6,245.1	6,896.2	9,396.1
40. Nota: Dividendos Comunes Relacionados al Período	0.0	0.0	4,205.0	2,094.8	2,239.8	0.0	0.0
41. Nota: Dividendos Preferentes Relacionados al Período	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Tipo de Cambio

USD1 = NIO24.00000

USD1 = NIO24.12550

USD1 = NIO22.97670

USD1 = NIO21.88250

USD1 = NIO20.84050

USD1 = NIO19.84810

Fuente: CrediFactor, S.A.

## CrediFactor, S.A.

### Balance General

	31 mar 2013		31 dic 2012	31 dic 2011	31 dic 2010	31 dic 2009	31 dic 2008
	3 Meses		Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal
	Millns US\$	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.
<b>Activos</b>							
<b>A. Préstamos</b>							
1. Préstamos Hipotecarios Residenciales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Otros Préstamos Hipotecarios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Otros Préstamos al Consumo/Personales	0.0	0.0	0.0	56.1	75.3	90.2	2.0
4. Préstamos Corporativos y Comerciales	12.8	306,543.8	309,156.7	282,129.3	185,096.8	139,755.0	145,244.2
5. Otros Préstamos	0.1	2,441.8	2,412.6	2,297.7	6,443.8	7,069.5	11,073.1
6. Menos: Reservas para Préstamos	0.3	8,242.2	8,541.6	6,814.9	5,709.2	4,595.0	3,345.0
7. Préstamos Netos	12.5	300,743.3	303,027.6	277,668.2	185,906.7	142,319.6	152,974.3
8. Préstamos Brutos	12.9	308,985.6	311,569.2	284,483.1	191,615.9	146,914.7	156,319.4
9. Nota: Préstamos con Mora + 90 días incluidos arriba	0.2	4,383.9	6,679.0	3,700.9	3,570.3	2,524.3	2,220.6
10. Nota: Préstamos a Valor Razonable incluidos arriba	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>B. Otros Activos Productivos</b>							
1. Préstamos y Operaciones Interbancarias	0.9	20,418.3	20,630.6	8,616.5	14,547.5	16,233.8	13,811.5
2. Repos y Colaterales en Efectivo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Títulos Valores Negociables y su Valor Razonable a través de Resultados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4. Derivados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. Títulos Valores Disponibles para la Venta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. Títulos Valores Mantenidos al Vencimiento	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
7. Inversiones en Empresas Relacionadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8. Otros Títulos Valores	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9. Total Títulos Valores	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10. Nota: Títulos Valores del Gobierno incluidos arriba	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11. Nota: Total Valores Pignorados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
12. Inversiones en Propiedades	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
13. Activos de Seguros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
14. Otros Activos Productivos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
15. Total Activos Productivos	13.4	321,161.6	323,658.2	286,284.7	200,454.2	158,553.4	166,785.9
<b>C. Activos No Productivos</b>							
1. Efectivo y Depósitos en Bancos	0.2	5,649.7	23.0	120.8	824.7	649.7	72.9
2. Nota: Reservas Obligatorias incluidas arriba	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Bienes Adjudicados	0.0	0.0	0.0	6,294.0	9,397.5	0.0	0.0
4. Activos Fijos	0.1	3,542.3	3,769.7	4,767.3	3,531.3	3,197.5	3,688.2
5. Plusvalía	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. Otros Intangibles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
7. Activos por Impuesto Corriente	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8. Activos por Impuesto Diferido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9. Operaciones Descontinuadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10. Otros Activos	0.6	14,486.8	13,918.9	3,287.1	4,556.4	3,883.4	3,305.2
11. Total Activos	14.4	344,840.3	341,369.8	300,753.9	218,764.1	166,284.0	173,852.1

Tipo de Cambio

USD1 = NIO24.00000

USD1 = NIO24.12550

USD1 = NIO22.97670

USD1 = NIO21.88250

USD1 = NIO20.84050

USD1 = NIO19.64810

Fuente: CrediFactor, S.A.



## CrediFactor, S.A.

### Balance General

	31 mar 2013		31 dic 2012	31 dic 2011	31 dic 2010	31 dic 2009	31 dic 2008
	3 Meses		Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal
	Millins US\$	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.	Miles C.
<b>Pasivos y Patrimonio</b>							
<b>D. Pasivos que Devengan Intereses</b>							
1. Depósitos en Cuenta Corriente	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Depósitos en Cuenta de Ahorro	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Depósitos a Plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4. Total Depósitos de Clientes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. Depósitos de Bancos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. Repos y Colaterales en Efectivo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
7. Otros Depósitos y Obligaciones de Corto Plazo	3.9	93,244.3	99,517.7	88,107.8	57,988.6	60,437.5	65,183.0
8. Depósitos Totales, Mercados de Dinero y Obligaciones de Corto Plazo	3.9	93,244.3	99,517.7	88,107.8	57,988.6	60,437.5	65,183.0
9. Obligaciones Senior a más de un Año	1.3	30,521.9	18,094.1	22,976.7	21,882.5	0.0	1,782.8
10. Obligaciones Subordinadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11. Otras Obligaciones	0.0	0.0	0.0	0.0	18,353.2	19,751.4	30,004.7
12. Total Fondo a Largo Plazo	1.3	30,521.9	18,094.1	22,976.7	40,235.7	19,751.4	31,787.5
13. Derivados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
14. Obligaciones Negociables	4.1	97,670.0	96,502.0	86,369.4	46,390.9	20,840.5	19,748.9
15. Total Fondo	9.2	221,436.2	214,113.8	197,453.9	144,615.3	101,029.3	116,719.4
<b>E. Pasivos que No Devengan Intereses</b>							
1. Porción de la Deuda a Valor Razonable	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Reservas por Deterioro de Créditos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Reservas para Pensiones y Otros	0.1	2,260.6	2,462.0	2,084.9	1,205.2	826.7	932.6
4. Pasivos por Impuesto Corriente	0.1	1,329.5	4,528.3	2,805.8	2,408.1	2,642.7	3,682.8
5. Pasivos por Impuesto Diferido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. Otros Pasivos Diferidos	0.2	5,879.3	5,230.5	0.0	0.0	0.0	0.0
7. Operaciones Descontinuadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8. Pasivos de Seguros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
9. Otros Pasivos	2.3	56,398.7	60,601.2	53,894.8	30,793.5	28,288.3	25,916.6
10. Total Pasivos	12.0	287,304.4	286,935.8	256,239.3	179,022.0	132,787.0	147,251.3
<b>F. Capital Híbrido</b>							
1. Acciones Preferentes y Capital Híbrido Contabilizado como Deuda	0.1	3,429.0	3,429.0	3,429.0	3,429.0	3,429.0	3,429.0
2. Acciones Preferentes y Capital Híbrido Contabilizado como Patrimonio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>G. Patrimonio</b>							
1. Capital Común	2.3	54,107.0	51,005.0	41,085.6	36,313.1	30,068.0	23,171.8
2. Interés Minoritario	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Reservas por Revaluación de Títulos Valores	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4. Reservas por Revaluación de Posición en Moneda Extranjera	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5. Revaluación de Activos Fijos y Otras Acumulaciones OIA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. Total Patrimonio	2.3	54,107.0	51,005.0	41,085.6	36,313.1	30,068.0	23,171.8
7. Total Pasivos y Patrimonio	14.4	344,840.3	341,369.8	300,753.9	218,764.1	166,284.0	173,852.1
8. Nota: Capital Base según Fitch	2.3	54,107.0	51,005.0	41,085.6	36,313.1	30,068.0	23,171.8
9. Nota: Capital Elegible según Fitch	1.8	42,146.2	41,085.6	36,313.1	30,068.0	23,171.8	13,775.7

Tipo de Cambio

USD1 = NIO24.00000

USD1 =  
NIO24.12550

USD1 =  
NIO22.97670

USD1 =  
NIO21.88250

USD1 =  
NIO20.84050

USD1 =  
NIO19.84810

Fuente: CrediFactor, S.A.

## CrediFactor, S.A.

### Resumen Analítico

	31 mar 2013	31 dic 2012	31 dic 2011	31 dic 2010	31 dic 2009	31 dic 2008
	3 Meses	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal	Cierre Fiscal
<b>A. Indicadores de Intereses</b>						
1. Ingresos por Intereses sobre Préstamos / Préstamos Brutos Prom.	15.39	17.31	20.59	18.93	19.22	22.78
2. Gastos por Int. sobre Depósitos de Clientes / Depósitos de Clientes Prom.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses / Activos Productivos Promedio	15.02	16.76	20.14	17.85	17.91	21.62
4. Gastos por Intereses / Pasivos que Devengan Intereses Prom.	7.43	7.70	6.49	7.55	8.15	9.32
5. Ingreso Neto por Intereses / Activos Productivos Promedio	10.01	11.46	15.53	12.68	12.45	14.80
6. Ing. Neto por Int. – Cargo por Prov. para Préstamos / Activos Prod. Prom.	1001	10.58	14.82	11.34	11.69	13.25
7. Ing. Neto por Int. – Dividendos de Acciones Preferentes / Act. Prod. Prom.	10.01	11.46	15.53	12.68	12.45	14.80
<b>B. Otros Indicadores de Rentabilidad Operativa</b>						
1. Ingresos No Financieros / Ingresos Operativos Netos	32.45	30.53	9.25	30.76	26.75	27.71
2. Gastos Operativos / Ingresos Operativos Netos	64.41	55.47	63.50	62.02	59.84	50.07
3. Gastos Operativos / Activos Promedio	8.96	8.63	10.08	10.59	9.73	9.79
4. Utilidad Operativa antes de Provisiones / Patrimonio Promedio	32.34	47.61	38.91	37.61	41.73	85.76
5. Utilidad Operativa antes de Provisiones / Activos Totales Promedio	4.95	6.93	5.80	6.48	6.53	9.76
6. Prov. para Préstamos y Títulos Valores / Util. Oper. antes de Prov.	0.0	24.44	31.22	27.59	11.25	15.15
7. Utilidad Operativa / Patrimonio Promedio	32.34	35.97	26.77	27.24	37.03	72.77
8. Utilidad Operativa / Activos Totales Promedio	4.95	5.24	3.99	4.70	5.80	8.28
9. Impuestos / Utilidad antes de Impuestos	31.72	31.93	32.30	30.92	30.04	30.10
10. Utilidad Operativa antes de Provisiones / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	5.35	6.23	7.01	9.50
11. Utilidad Operativa / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	3.68	4.51	6.22	8.06
<b>C. Otros Indicadores de Rentabilidad</b>						
1. Utilidad Neta / Patrimonio Promedio	22.09	24.49	18.12	18.82	25.91	50.86
2. Utilidad Neta / Activos Totales Promedio	3.38	3.57	2.70	3.24	4.05	5.79
3. Ingreso Ajustado por Fitch / Patrimonio Promedio	22.09	24.49	18.12	18.82	25.91	50.86
4. Ingreso Ajustado por Fitch / Activos Totales Promedio	3.38	3.57	2.70	3.24	4.05	5.79
5. Utilidad Neta / Act. Totales Prom. + Act. Titularizados Administrados Prom.	3.38	3.57	2.70	3.24	4.05	5.79
6. Utilidad Neta / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	2.49	3.12	4.35	5.63
7. Ingreso Ajustado por Fitch / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	2.49	3.12	4.35	5.63
<b>D. Capitalización</b>						
1. Capital Base según Fitch / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Patrimonio Común Tangible / Activos Tangibles	15.69	14.94	13.66	16.60	18.08	13.33
4. Indicador de Capital Primario Regulatorio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Indicador de Capital Total Regulatorio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Indicador de Capital Primario Base Regulatorio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
7. Patrimonio / Activos Totales	15.69	14.94	13.66	16.60	18.08	13.33
8. Dividendos Pagados y Declarados en Efectivo / Utilidad Neta	0.00	35.00	29.87	35.86	0.00	0.00
9. Dividendos Pagados y Declarados en Efectivo / Ingreso Ajustado por Fitch	0.00	35.00	29.87	35.86	0.00	0.00
10. Dividendos en Efectivo y Recompra de Acciones / Utilidad Neta	0.00	35.00	29.87	35.86	0.00	0.00
11. Utilidad Neta – Dividendos en Efectivo / Patrimonio Total	23.25	15.31	11.97	11.03	22.94	40.55
<b>E. Calidad de Activos</b>						
1. Crecimiento del Activo Total	1.02	13.50	37.48	31.56	-4.35	15.25
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	-0.83	9.52	48.47	30.43	-6.02	13.92
3. Préstamos Mora + 90 días / Préstamos Brutos	1.42	2.14	1.30	1.86	1.72	1.42
4. Reservas para Préstamos / Préstamos Brutos	2.67	2.74	2.40	2.98	3.13	2.14
5. Reservas para Préstamos / Préstamos Mora + 90 días	188.01	127.89	184.14	159.91	182.03	150.64
6. Préstamos Mora + 90 días – Reservas para Préstamos / Patrimonio	-7.13	-3.65	-7.58	-5.89	-6.89	-4.85
7. Cargo por Provisión para Préstamos / Préstamos Brutos Promedio	0.00	0.91	0.73	1.42	0.82	1.64
8. Castigos Netos / Préstamos Brutos Promedio	0.39	0.30	0.26	0.76	0.00	0.53
9. Préstamos Mora + 90 días + Act. Adjudicados / Préstamos Brutos + Act. Adjud.	1.42	2.14	3.44	6.45	1.72	1.42
<b>F. Fondo</b>						
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Activos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Depósitos de Clientes / Total Fondo excluyendo Derivados	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fuente: CrediFactor, S.A.



**Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500 Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.